

Universidade Estadual de Campinas (Unicamp)

Instituto de Economia (IE)

Mestrado em Economia

***A Inflação de Ativos nos Estados Unidos nos
Anos 90***

Orientador: Prof. Dr. Ricardo CARNEIRO

Aluno: Altamiro SILVA JÚNIOR

Campinas
2004

UNIDADE	BC
Nº CHAMADA	5138i
V	EX
TOMBO	BC/52277
PROC.	16-P-117-04
C	<input type="checkbox"/>
D	<input checked="" type="checkbox"/>
PREÇO	11,00
DATA	13/07/2004
Nº CPD	

CM00198467-3

Bib id: 317653

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

Si38i

Silva Junior, Altamiro.

A inflação de ativos nos Estados Unidos nos anos 90 /
Altamiro Silva Junior. -- Campinas, SP : [s.n.], 2004.

Orientador: Ricardo de Medeiros Carneiro.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campi-
nas. Instituto de Economia.

1. Ativos financeiros de renda fixa – Estados Unidos. 2.
Ações (Finanças). 3. Bolsa de valores. I. Carneiro, Ricarado. II.
Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III.
Título.

A realização deste trabalho não teria sido possível sem as sugestões e a paciência de Ricardo Carneiro; os estímulos de Alex Luiz Ferreira, Darce, Roberto Tenório, Regina, Nicolau, Célia e a ajuda de Ronaldo Neves e do Baiano para a obtenção e impressão dos dados.

SUMÁRIO

Introdução	1
Capítulo 1	
O Desempenho Econômico dos Estados Unidos na Década de 90 e a Inflação de Ativos	
1.1	Introdução 5
1.2	O longo <i>boom</i> : de 1950 ao início dos anos 70 8
1.3	A longa estagnação: de 1970 ao início dos anos 90 10
1.3.1	O dólar forte e a década de 80 15
1.4	O crescimento na década de 90 21
1.5	O mercado acionário 35
Capítulo 2	
O Mercado Acionário e as Famílias Norte-americanas	
2.1	Introdução 59
2.2	O ciclo de ativos 60
2.3	O efeito riqueza nos Estados Unidos nos anos 90 67
2.4	Os portfólios das famílias norte-americanas 70
2.4.1	Os norte-americanos e as ações 72
2.4.2	A composição dos portfólios 80
2.5	O aumento do endividamento e da riqueza líquida 95
2.6	O consumo 105
Considerações Finais	113
Referências	121

Resumo

O trabalho tem como objetivo mostrar a evolução das bolsas norte-americanas na segunda metade da década de 90 do ponto de vista das famílias. A proposta é analisar como a alta das bolsas influenciou a formação do portfólio das famílias, influenciando suas decisões de gasto. Noutras palavras, a proposta é analisar a inflação de ativos e o efeito riqueza provocado pela alta das ações na segunda metade dos anos 90. Neste sentido, procura-se mostrar como o crescimento da riqueza financeira (no caso, as ações) no patrimônio das famílias provocou alterações na composição da riqueza destes agentes, o que, aliado a maior facilidade para o endividamento, conduziu a alterações nos gastos das famílias, aumentando o consumo. Entre 1995 e 2000, a valorização expressiva das ações nas bolsas dos Estados Unidos fez o patrimônio das famílias aumentar em cerca de US\$ 10 trilhões.

Abstract

The thesis aims to analyse the evolution of stock exchanges in the United States during the 1990's from the households' point of view. The goal is to analyse how the increase in stocks influenced the formation of the households' portfolios, influencing their spending decisions. In other words, the proposal is to investigate the asset inflation and the wealth effect caused by the substantial rise in stock prices in the 1990's. In this sense, the author investigates how the increase in the financial wealth (specifically the stocks) in the households' portfolios changed the composition of the wealth of these agents and led to changes in households spending, boosting consumer credit and expanding consumption. Between 1995 and 2000, the unprecedented rise in stock prices in the US increased the households' portfolios in roughly \$10 trillion.

Introdução

No início de dezembro de 1995, o presidente do Federal Reserve (FED, o banco central dos Estados Unidos), Alan Greenspan, usou a expressão “*exuberância irracional*” para se referir ao comportamento dos investidores no mercado acionário norte-americano. O alcance da expressão foi surpreendente e deu início a uma grande discussão sobre a inflação de ativos que estava em curso no país naquele momento. A alta dos papéis, porém, foi apenas temporariamente interrompida (as bolsas em Wall Street fecharam em baixa no dia seguinte ao discurso), pois as ações das empresas norte-americanas continuaram subindo aceleradamente nos anos seguintes, batendo recordes históricos de valorização.

Com o *boom* das empresas de internet, as ações de companhias até então desconhecidas, como a Amazon.com e a Yahoo!, chegaram a subir mais de 900% em um único ano. Em 1990, o Produto Interno Bruto (PIB) dos EUA era de aproximadamente US\$ 6 trilhões, cifra que representava o dobro do valor das empresas negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (Nyse). Em 1999, o PIB estava em torno de US\$ 8 trilhões, enquanto o valor de mercado das ações das empresas já ultrapassava a marca de US\$ 12 trilhões. Na Nasdaq, a bolsa das ações de alta tecnologia, o valor de mercado das empresas aumentou mais de cinco vezes no mesmo período, subindo de US\$ 900 bilhões para US\$ 5 trilhões.

Em 1999, o valor de mercado de uma agência de turismo que operava via internet chegou a superar o valor das três maiores companhias aéreas norte-americanas. O valor de mercado da Amazon.com, a primeira livraria virtual do mundo, criada em 1995, chegou a ficar em 1998 em US\$ 30 bilhões. Tanto a Nyse, quanto a Nasdaq, tiveram seis anos de altas consecutivas. O Nasdaq Composto, índice mais conhecido da Nasdaq, subiu 1000% na década de 90. O Dow Jones Industrial Average, da Nyse, teve valorização de 336% no período.

O objetivo da dissertação é analisar este movimento do ponto de vista das famílias norte-americanas. O trabalho tem como proposta a realização de uma resenha analisando o efeito riqueza que a alta das ações provocou nas famílias dos Estados Unidos na segunda metade dos anos 90. Neste contexto, a participação dos ativos financeiros (o estudo concentrar-se-á nas ações) no patrimônio delas aumentou sobremaneira. Em 1965, era de 35% e, na década de 70 e 80, oscilou em torno de 20%. A partir da década de 90, a participação das ações no portfólio das famílias ultrapassou os 30% e em 1999 chegou a 50%. Em meados da década de 90, as famílias possuíam ações em valor equivalente a 165% de sua renda disponível - chegando a 180% em 1999. Entre 1995 e 2000, a valorização expressiva das ações nas bolsas norte-americanas fez o patrimônio das famílias aumentar em US\$ 10 trilhões, segundo cálculos do banco de investimentos dos Estados Unidos, Morgan Stanley.

O crescimento da riqueza financeira provoca alterações na composição da riqueza social que aliado a maior facilidade para o endividamento, conduz a alterações

nos gastos, precipitando um ciclo de ativos. É justamente este o objetivo do trabalho, qual seja, mostrar como o aumento da participação da renda variável (seja diretamente via compra de ações, seja indiretamente via fundos mútuos e planos de aposentadoria que têm ações em seus patrimônios) acabou por aumentar a riqueza das famílias e elas, confiantes na manutenção da valorização de sua riqueza financeira, aumentaram o consumo. Em 1997, elas passaram a gastar mais do que ganhavam, apoiadas pelo aumento do endividamento a níveis sem precedente na história dos Estados Unidos.

Este aumento do consumo acabou por ser um dos motores do *boom* da economia norte-americana no período. Entre 1985 e 1995, o crescimento médio do consumo pessoal foi de 2,9% e foi responsável por 67% do crescimento do PIB. Mas entre 1995 e 2000, o consumo aumentou em um ritmo médio anual de 4,3% e foi responsável por 73% do crescimento do PIB norte-americano. Considerando apenas o período 1997/2000, o aumento médio do consumo foi ainda maior: 5% ao ano, com participação de 82% no crescimento do PIB, segundo dados de Brenner (2003).

A dissertação tem dois capítulos e uma conclusão. No capítulo inicial faz-se uma reconstituição histórica da economia norte-americana desde o pós-guerra até 2000, destacando o desempenho extraordinário da bolsa de valores nos anos 90. O capítulo 2 mostra como o portfólio das famílias norte-americanas evoluiu no período, com o crescente peso das ações nas carteiras. O capítulo também mostra o aumento dos empréstimos pelas famílias e o aumento do nível de

consumo. Ressaltamos que o objetivo do trabalho é analisar apenas a parte ascendente do ciclo, ou seja, a inflação de ativos a partir de 1995 e que se encerra no início de 2000. Na conclusão, há uma rápida discussão da queda das bolsas a partir de meados de 2000, quando as ações reverteram a tendência de alta e começaram a cair, o mesmo acontecendo com o consumo, iniciando-se, neste período, a fase descendente do ciclo de ativos.

O trabalho será elaborado tendo como referência teórica principal os trabalhos de Aglietta (1995), Brenner (1998, 2003), Carneiro (1999), Shiller (2000) e Cintra (1997, 1998). Além destes, há o trabalho de Poterba (2001), que analisa a cultura acionária nos EUA, e os estudos de Bertaut & Starr-McCluer (2000), Babeau & Sbrano (2003), Banks et al. (2002), Case et al. (2001) e Carroll (2000), que analisam o portfólio das famílias norte-americanas.

Capítulo 1

O Desempenho Econômico dos Estados Unidos na Década de 90 e a Inflação de Ativos

1.1 – Introdução

A economia dos Estados Unidos teve, nos anos 90, um longo período de crescimento. Após a recessão de 1990/91, a economia expandiu-se por dez anos seguidos, sem gerar tensões inflacionárias. Como destaca Teixeira (2000), foi um ciclo de crescimento sem desemprego, sem inflação e, mais no final da década, sem déficit público. Nesse período, houve um significativo crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e das taxas de produtividade.

A fase mais espetacular do crescimento norte-americano foi na segunda metade da década passada. Entre 1991 e 2000, os EUA cresceram 3,7% ao ano, em média, segundo dados do Banco Mundial. Se considerarmos apenas o período

entre 1995 e 2000, a taxa média anual de crescimento foi de 4,0%¹. “O ciclo foi esplendidamente virtuoso”, conclui um relatório especial da revista *The Economist*, de 12 de dezembro de 2000.

Os mesmos anos 90 também testemunharam a maior bolha no mercado de ações que os Estados Unidos tiveram em sua história. Tanto a Bolsa de Valores de Nova York (Nyse), quanto a Nasdaq, tiveram seis anos de altas consecutivas. O Nasdaq Composto, principal índice da Nasdaq, subiu 988,5% na década de 90. O Dow Jones Industrial Average, da Nyse, teve valorização de 336% no mesmo período. O volume de negócios ao ano na Bolsa de Nova York cresceu quatro vezes na década passada: de cerca de US\$ 50 bilhões em 1990, para US\$ 200 bilhões em 1999.

Como destaca Brenner (2003), o valor das ações subiu sobremaneira, perdendo qualquer relação com os lucros das empresas, sobretudo na segunda metade da década de 90. Shiller (2000) ressalta que o preço médio das ações² chegou a ser 44 vezes maior que o lucro das empresas. Anteriormente, o nível mais alto foi de 32,6 vezes, atingido em setembro de 1929.

Com a alta acelerada das ações, as empresas listadas na bolsa e as famílias norte-americanas que possuíam ações dessas companhias tiveram acesso facilitado ao crédito, como veremos no capítulo 2. As dívidas do setor privado

¹ Entre 1990 e 1995, o crescimento do PIB foi de 2,6% ao ano, segundo o Banco Mundial.

² Ele considerou as ações que compõem o índice Standard and Poor's Composto.

atingiram recordes históricos. O resultado foi uma menor poupança e um aumento nos gastos. Assim, as famílias consumiam mais e as empresas aumentaram os investimentos. As altas taxas de investimento das empresas impulsionaram os ganhos de produtividade, o que ajudou a manter a inflação em baixa. Outro ponto, destacado por Brenner (1998), é que o crescimento acelerado da economia fortaleceu o dólar, o que ajudou a manter a inflação e as taxas de juros baixas. “A bolha pôde, dessa forma, alimentar-se e, portanto, sustentar e acelerar o *boom* da economia” (Brenner, 2003: 39). Nesse raciocínio, o *boom* abriu caminho para a bolha no mercado acionário e esta, por sua vez, impulsionou ainda mais o crescimento da economia, via aumento do consumo, como veremos no capítulo seguinte.

Este capítulo faz uma reconstituição histórica do desempenho da economia norte-americana, passando pelo grande *boom* que durou do final da década de 40 ao início dos anos 70 e pelo período de baixas taxas de crescimento, que pegou parte dos anos 70 e foi até o início da década de 90, com exceção de alguns períodos de crescimento, como aquele de meados dos anos 80. A análise foca-se nos anos 90, especialmente no período 1995/2000, em que, como ressaltado acima, o país registrou taxas bastante elevadas de crescimento econômico. O capítulo também mostra na segunda parte a inflação dos ativos no mercado acionário norte-americano, destacando o desempenho dos papéis na Nyse e na Nasdaq.

A análise do presente capítulo será feita, principalmente, com base em Brenner (1998 e 2003), Helleiner (1994), Shiller (2000), Eichengreen (1995 e 2000), Jorgenson & Kevin (2000), Henwood (1998) e Cintra e Farhi (2000).

1.2 – O longo *boom*: de 1950 ao início dos anos 70

A análise de Brenner (1998) mostra que no pós-guerra, a maioria das economias capitalistas avançadas experimentou elevados índices de crescimento. Paralelamente, os índices de desemprego foram baixos e houve apenas recessões moderadas, como por exemplo em 1958, quando o PIB dos Estados Unidos encolheu 1%. Para o autor, a chave para a explicação deste longo período de crescimento foi a trajetória da taxa de lucro. Segundo ele, as economias capitalistas avançadas conseguiram neste período sustentar elevadas taxas de lucro. Para o setor manufatureiro, segundo dados do autor, a taxa cresceu em 24,35% entre 1950 e 1970. No período seguinte, entre 1973 e 1990, aumentou em 14,5%.

A economia norte-americana, diferente dos países europeus e do Japão, já tinha registrado taxas de crescimento elevadas durante os anos de guerra. Em 1941, o PIB cresceu 17,1% em relação ao ano anterior, em 1942, o aumento foi de 8,4% e em 1943, de 16,5%, de acordo com dados do Bureau of Economic Analysis (BEA).

O PIB, que estava em US\$ 101,3 bilhões em 1940, terminou a guerra em 1945 em US\$ 223 bilhões, segundo o BEA. Como destaca Brenner (1998), a significativa redução dos custos de produção³ durante o período de depressão pós- crise de 1929 abriu caminho para este crescimento. O autor ressalta também o aumento da demanda por produtos norte-americanos pelos países europeus e pelo Japão.

O sistema de Bretton Woods foi, como destaca Eichengreen (2000), um componente essencial para a fase de crescimento das economias capitalistas avançadas no pós-guerra. Grosso modo, o acordo proporcionou um elevado grau de estabilidade nas taxas de câmbio, sobretudo quando comparado com a significativa volatilidade do período seguinte. O sistema de Bretton Woods também reduziu os problemas nos pagamentos, permitindo a expansão do comércio e dos investimentos que, em última instância, alimentaram o alto crescimento do pós-guerra. O sistema estava ancorado em taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, e nos controles para limitar os fluxos de capital internacionais⁴. Para Baer (1995), o acordo de Bretton Woods instituiu a hegemonia dos Estados Unidos no âmbito monetário internacional, na medida em que o dólar era a moeda de circulação mundial. Assim, os reiterados déficits no balanço de pagamentos norte-americano garantiram a expansão da liquidez internacional e, conseqüentemente, as condições financeiras básicas ao *boom* de crescimento do pós-guerra.

³ No período, houve uma enorme eliminação do estoque de capital obsoleto, uma forte pressão decrescente sobre os salários reais (por conta das elevadas taxas de desemprego). Ver Brenner (1998 e 2003).

⁴ Para uma análise mais detalhada do sistema de Bretton Woods ver Eichengreen (1995 e 2000), Helleiner (1994), Baer et al. (1995) e Belluzzo (1995).

A Europa, devastada pela guerra, passou a ser um *locus* para os investimentos das empresas norte-americanas. O Plano Marshal, instituído em 1947, criado para ajudar a recuperação das economias europeias e do Japão, permitiu a desvalorização do dólar frente às outras moedas e a abertura do mercado dos EUA para as exportações desses países. Como ressalta Eichengreen (2000), a posição dominante dos Estados Unidos no comércio e nas finanças internacionais fazia com que o país pudesse incorrer em déficits no balanço de pagamentos do tamanho equivalente ao montante de dólares que os governos e bancos centrais estrangeiros desejavam adquirir.

Nos anos 50, o PIB dos Estados Unidos cresceu a uma taxa média de 4,2%. Na década seguinte, o crescimento médio foi um pouco maior, de 4,6%, segundo dados do BEA. Já na década de 70, como veremos a seguir, a taxa de crescimento desacelerou-se, passando para 3,3% em média. Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego aumentou: passou de 4,8% na década de 60 para 6,2% nos anos 70.

1.3 – A longa estagnação: de 1970 ao início dos anos 90

Na análise de Belluzzo (1995), o conjunto das relações comerciais, produtivas, tecnológicas e financeiras, que nasceu do acordo de Bretton Woods e prosperou

sob a liderança dos Estados Unidos, não resistiu ao próprio sucesso. Entre 1971 e 1973, ruuiu o sistema de Bretton Woods, com as economias abandonando a conversibilidade de suas moedas e deixando-as flutuar. Grosso modo, a crescente mobilidade de capitais nos mercados internacionais foi a responsável pelo fim do sistema de Bretton Woods. Durante o período anterior, os controles de capital tinham assegurado uma certa estabilidade. Os Estados Unidos saíram de Bretton Woods com o dólar desvalorizado, enquanto a Alemanha e o Japão tinham as moedas valorizadas.

Depois de equacionada a reconstrução do pós-guerra, as economias mais pobres da Europa e do Japão começaram a crescer a taxas mais rápidas que a dos EUA, como destaca Eichengreen (2000). Segundo Belluzzo (1995), o Japão e a Alemanha construíram sistemas industriais mais novos e mais permeáveis à mudanças tecnológicas e organizacional. Com isso, a competição no mercado internacional se intensificou, reduzindo os preços dos produtos manufaturados. De acordo com Brenner (2003), entre 1965 e 1973, a taxa de lucro do setor manufatureiro caiu 43,5% nos EUA. Como este setor é composto, em sua maioria de bens comerciáveis (*tradables*), está, portanto, mais sujeito à competição internacional⁵. Neste contexto, os países de desenvolvimento mais tardio, como a Alemanha e o Japão, já conseguiam produzir os mesmos produtos que os Estados Unidos, a preços mais baixos. Não por acaso, o saldo negativo que o balanço de

⁵ Foi por este motivo que as taxas de lucro caíram menos em outros setores, ou seja, aqueles compostos em sua maioria de bens não-comerciáveis. A lucratividade do setor manufatureiro experimentou uma queda de 13,9% no mesmo período (Brenner, 1998).

pagamentos dos EUA mostrou, a partir do início da década, tinha uma participação cada vez mais importante do déficit comercial, invertendo a situação dos anos 50 e 60, quando o balanço de pagamentos foi deficitário, mas a balança comercial era superavitária. Segundo dados do BEA, em 1971, havia um déficit comercial de US\$ 2,3 bilhões, seis anos depois, ele já era de US\$ 31,1 bilhões.

Tabela 1.1
Comparação entre 1950/70 e 1970/93
no setor manufatureiro dos EUA

	Taxa de Lucro Líquido*	Produção**	Produtividade**
1950/1970	24,35	4,3	3,0
1970/1993	14,5	1,9	2,4

Fonte: Reproduzido de Brenner (2003)

*taxa média no período, em %.

** taxa média anual, em %.

Como ressalta Brenner (2003), foi a partir de 1965 que os produtores norte-americanas se deram conta de que haviam investido em um excesso de capacidade. Assim, depois do final de Bretton Woods, mesmo com o dólar desvalorizado em relação às principais moedas mundiais, os produtores dos EUA foram incapazes de restabelecer as taxas de lucros do pós-guerra. Como pode ser observado na Tabela 1.1, enquanto a taxa média do setor manufatureiro cresceu em 24,35% entre 1950 e 1970, o crescimento médio entre 1973 e 1990, ficou em

14,5%. Aqui, Brenner (2003) credita o declínio da taxa de lucro do setor manufatureiro como sendo “o principal responsável pela projeção da economia mundial de um longo *boom* em um longo declínio” (Brenner 2003: 58).

Com o fim do sistema de Bretton Woods, o governo do presidente Nixon partiu para uma política monetária expansionista e uma política keynesiana de déficits orçamentários. O objetivo era estimular, de uma só vez, o crescimento doméstico e desvalorizar o dólar para aumentar a competitividade do setor manufatureiro. Como ressalta Miranda (1993), o período entre 1973 e 1977 foi o período da *negligência benigna*, a forma de a política cambial norte-americana se adaptar ao regime de câmbio flexível com a situação adversa do balanço de pagamentos. Neste contexto, permitiu-se, segundo Tavares (1992), uma lenta e quase contínua desvalorização do dólar. O país também adotou como prioridade a política da livre mobilidade de capitais no mercado internacional⁶. Os recursos que viriam para os EUA ajudariam o país a cobrir os déficits orçamentários cada vez maiores com que os norte-americanos intencionavam estimular a economia. Ao longo do resto da década de 70, os presidentes Ford e Carter continuaram a política de manter elevados déficits públicos para aumentar a demanda. Em resumo, o país vivia um período de estímulo do crescimento pelo governo, experimentava queda nos custos (relativos e absolutos) e estava num contexto internacional dos mercados crescentemente mais protegidos⁷.

⁶ Ver Brenner (2003) e Eichengreen (2000).

⁷ Ver Brenner (1998 e 2003).

Em 1970, o PIB norte-americano experimentou um declínio de 0,2%, o primeiro desde 1958. Em 1974 e 1975, a queda foi de 0,6% e 0,4% respectivamente, segundo dados do BEA. Na média, o crescimento do PIB na década foi de 3,3%, abaixo dos 4,6% do período anterior. Com a queda do dólar em relação às principais moedas, o setor manufatureiro conseguiu manter o crescimento das exportações nos mesmos níveis da década de 60, mesmo com a economia mundial em desaceleração. Mas, segundo Brenner (2003), o excesso de capacidade do setor manufatureiro não foi equacionado, pois o setor em todo o mundo produzia mais que nos períodos anteriores.

Os saltos nos preços do petróleo foram responsáveis por dois momentos de recessão no período: 1974/75 e 1979/80. No primeiro, os dados do BEA mostram que o PIB caiu 0,6% em 1974 e 0,4% no ano seguinte. No final da década, o PIB subiu 3,2% em 79, mas caiu 0,2% em 1980. Para o autor, foi a mudança para a política de déficits keynesianos que permitiu que a economia norte-americana superasse a crise do petróleo de 1974/75 e apresentasse crescimento nos anos seguintes. Soma-se a isso, a disposição do resto do mundo em continuar a financiar a grande dívida pública dos EUA. O déficit público, que iniciou a década em US\$ 24 bilhões, saltou para US\$ 75 bilhões em 1975 e chegou em 1980 a US\$ 70 bilhões, de acordo com os dados do BEA.

A política macroeconômica adotada pelos norte-americanos, de déficits federais, flexibilidade monetária e “negligência benigna”, fez o déficit da conta corrente explodir e provocou aumento significativo da inflação. No período de 1977/78, o

país viu uma corrida contra o dólar, ameaçando a posição da moeda como reserva internacional. A conta corrente, que havia registrado superávit de 1973 a 1976, registrou um déficit de US\$ 15 bilhões em 1978, subindo para US\$ 15,8 bilhões no ano seguinte, segundo dados do BEA.

1.3.1 – O dólar forte e a década de 80

No final da década de 70, houve uma radical mudança na política econômica dos EUA. Segundo Guttman (1996), este período marcou a transição de uma política keynesiana de juros baixos para um foco monetarista em agregados monetários. Para Helleiner (1994), uma inflação em alta e uma taxa de crescimento mais lento produziram uma crescente desilusão com as políticas keynesianas e com as práticas regulatórias da política do New Deal.

Os Estados Unidos buscavam, nas palavras de Guttman (1996), com a política de Paul Volker, que fora nomeado por Carter como presidente do FED em 1979, a reafirmação de sua hegemonia através da consolidação de seu poder financeiro consubstanciado no uso do dólar como moeda internacional⁸. Para tal,

⁸ Na avaliação de Helleiner (1994), nas décadas de 60 e 70, os Estados Unidos tiveram, na ordem do sistema financeiro internacional, uma maneira de preservar sua autonomia política por causa de seu poder estrutural nesta ordem. Na crise do dólar de 1978/9, os investidores privados e as principais economias capitalistas avançadas tentaram impor uma disciplina externa à política dos EUA. Face a essa nova realidade, o governo dos Estados Unidos foi forçado a escolher entre seus objetivos de autonomia política e seu comprometimento com a abertura do sistema financeiro.

promoveram aumento dos juros e acentuaram a liberalização financeira. Como destaca Eichengreen (2000), Volcker estava disposto a deixar as taxas de juros subir e o crescimento da base monetária cair até que a inflação recuasse para menos de dois dígitos. As taxas de juros reais passaram de um patamar negativo de menos 2% em 1979 para uma média de 7,5% entre 1981/85.

Esta política tinha como objetivo também aumentar a desregulamentação do setor financeiro, em especial a eliminação dos controles de capitais. Embora o trabalho não tenha como objetivo explorar estas transformações, cabe apenas ressaltar que neste momento ocorreu, segundo Guttman (1994), a mais significativa alteração do arcabouço institucional do sistema financeiro dos Estados Unidos desde a reforma monetária de 1933⁹, liberalizando-o sobremaneira.

O resultado imediato da política do dólar forte foi mergulhar os Estados Unidos na pior recessão desde a crise de 1929. Em 1982, o PIB do país encolheu 2%. Já o dólar, valorizou-se 29% em termos reais entre 1980/82. Em 1982, esta política desencadeou, num contexto de encolhimento das fontes de crédito, a crise da dívida dos países da América Latina¹⁰ que ameaçou precipitar um quebra mundial, a começar pelos bancos norte-americanos. Mas, como ressalta Tavares (1992), os EUA continuaram sendo o maior mercado nacional em expansão no mundo nos anos 80.

⁹ Para uma análise dessas transformações ver Guttman (1994) e Cintra (1997, 1998).

¹⁰ Para uma análise da crise da dívida dos países da América Latina ver Baer (1993) e Helleiner (1994).

Para estimular a economia, o governo Reagan cortou impostos e aumentou gastos militares. O déficit orçamentário subiu, passando de US\$ 76 bilhões em 1981 para US\$ 200 bilhões em 1983 e para US\$ 215 bilhões em 1985. As altas taxas de juros atraíram um enxurrada de capitais externos, valorizando ainda mais o dólar. Segundo Helleiner (1994), em 1985, um terço deste déficit era financiado por capitais externos, especialmente do Reino Unido e do Japão. De uma posição de credores líquidos internacionais desde 1914, os EUA passaram a devedores líquidos. O déficit da conta corrente explodiu, chegando a US\$ 99 bilhões em 1984 e a US\$ 125 bilhões no ano seguinte.

Foi somente com Acordo do Plaza¹¹, em 1985, que conseguiu-se contornar a alta do dólar. Grosso modo, neste acordo, as economias capitalistas mais desenvolvidas (G-5) concordaram em agir conjuntamente para reduzir a taxa de câmbio do dólar. Entre 1985 e 1990, o marco e o iene valorizaram-se 12,7% e 10,5%, respectivamente, frente ao dólar¹². Como destaca Brenner (2003), a partir de 1985 começou a acontecer uma mudança no padrão de desenvolvimento que marcara a evolução da economia mundial. Neste sentido, como já vimos anteriormente na década de 60, o setor manufatureiro da Alemanha e do Japão começou a competir em pé de igualdade com as indústrias dos Estados Unidos e, em determinado momento, seus custos passaram a ser mais competitivos, reduzindo as taxas de lucros das empresas do setor manufatureiro dos EUA. Mas

¹¹ Para uma análise detalhada do Acordo do Plaza ver, entre outros, Eichengreen (1995 e 2000), Baer et al. (1995), Tavares (1992) e Brenner (1998, 2003).

na segunda metade dos anos 80, houve, nas palavras do autor, uma certa troca de posições. “A indústria de manufaturados dos Estados Unidos passou, a esta altura, a usufruir de uma série de vantagens de custo e a virar a mesa para seus concorrentes, melhorando significativamente sua posição competitiva e acelerando acentuadamente o crescimento das exportações¹³.”

Pela análise de Tavares (1992), entre 1985 e 1990, uma reestruturação industrial parcial foi sendo promovida pelo aumento da taxa de investimento com incentivos fiscais e, mais importante, impulsionada pela competição ou complementaridade dos investimentos estrangeiros diretos nos Estados Unidos, não só do Japão, mas também de várias economias avançadas¹⁴. Estas mudanças serão fundamentais para explicar o desempenho do setor na década seguinte.

No início dos anos 80, o governo tentou estimular o setor manufatureiro com uma redução de impostos¹⁵. Mas entre 1979 e 1982, a produção do setor caiu 10%, segundo dados de Brenner (1998), e os investimentos caíram 8%, chegando a recuar 15% apenas em 1983. Em 1982, a taxa anual de falências atingiu o mais alto nível desde a crise de 1929. Foi depois de 1985, com a queda do dólar pós-

¹² O dólar caiu 4% em relação ao marco e ao yen no dia em que o acordo foi anunciado (Eichengreen, 2000).

¹³ Brenner (2003:95).

¹⁴ Mas pela falta de uma política industrial explícita, a indústria norte-americana não conseguiu superar seu atraso em relação à japonesa (ver Tavares (1992) para um análise mais detalhada do período).

¹⁵ Os impostos cobrados das empresas como percentual do lucro caíram para uma média de 28% na década de 80, comparada a uma média de 46% entre 1960 e 1981 (Brenner, 2003).

Acordo do Plaza, que a competitividade aumentou, num contexto de baixos salários reais cujo crescimento fora próximo de zero nos dez anos anteriores, como mostrado por Brenner (1998). Neste momento, de acordo com o autor, as indústrias passaram a depender cada vez mais das exportações. Entre 1986 e 1997, as exportações do setor manufatureiro cresceram a um ritmo médio de 9,3%.

Em 1987, houve o *crash* da Bolsa de Valores de Nova York. Segundo Helleiner (1994), a crise na bolsa originou-se da perda de confiança do mercado na sustentação dos enormes desequilíbrios das contas dos Estados Unidos. O déficit público atingiu US\$ 209 bilhões em 1986, segundo dados do BEA, e manteve-se ao redor dos US\$ 150 bilhões até o final da década. O déficit da conta corrente subiu de US\$ 124 bilhões em 1985 para US\$ 147 bilhões um ano depois e US\$ 160 bilhões em 1987. O índice Dow Jones perdeu 200 pontos apenas no dia 19 de outubro daquele ano, o que significou uma queda de 22,6%, a maior queda diária da história do país¹⁶.

A estratégia do Acordo do Plaza de desvalorizar o dólar foi bem sucedida, mas em 1987, segundo Helleiner (1994), os investidores privados, diante do aumento das perdas e da desconfiança de que o governo norte-americano melhoraria os desequilíbrios, começaram a retirar os recursos dos EUA. Temendo um colapso no dólar, os EUA concordaram, no Acordo do Louvre, a defender o dólar

¹⁶ No dia 28 de outubro de 1929, o índice Dow Jones caiu 23,1%, a segunda maior queda da história.

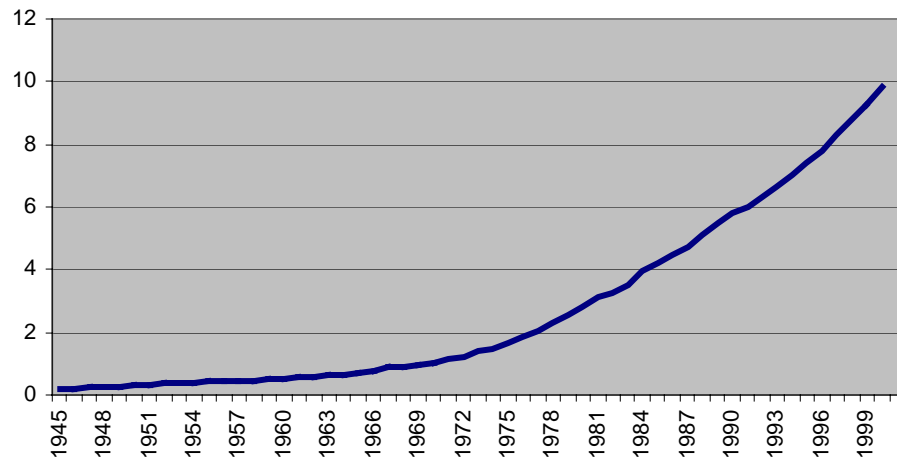
conjuntamente com os bancos centrais dos países desenvolvidos e a reduzir o déficit público. Este acordo, porém, não acalmou os mercados. Em agosto e setembro de 1987, por exemplo, o fluxo de recursos dos investidores japoneses para os Estados Unidos ficou negativo pela primeira vez desde o início da década. Em outubro, começou o colapso das bolsas, que logo espalhou-se para outros ativos financeiros.

Nesse período, o crescimento econômico começou a desacelerar. No final de 1987, o Fed elevou os juros – revertendo a tendência descendente nas taxas desde 1984 - para reduzir a queda do dólar e acalmar o mercado financeiro. Em meados de 1988, o dólar disparou, repetindo a alta na metade do ano seguinte. Os EUA iniciaram a década de 90 em recessão e com o dólar sobrevalorizado. Entre 1990 e 1991, o país passou por oito meses de recessão, com uma queda no PIB de 1,3% no período¹⁷. O gráfico abaixo mostra a evolução do PIB norte-americano desde 1945 até 2000.

¹⁷ Os países capitalistas desenvolvidos, como Japão e Alemanha, também passavam por uma recessão. Ver Brenner (1998, 2003).

Gráfico 1.1

A Evolução do PIB dos EUA - 1945/2000
(em US\$ trilhões - dólares correntes)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)

1.4 - O crescimento na década de 90

Depois destes oito meses de recessão, os Estados Unidos iniciaram um grande ciclo de crescimento. Segundo Cintra e Farhi (2000), este ciclo é composto de vários elementos sobrepostos: o crescimento do déficit comercial, que superou os US\$ 260 bilhões em 1999, o ciclo de valorização das ações na bolsa e pelo dinamismo do complexo de tecnologia, com avanços tecnológicos nos moldes daquele previsto por Schumpeter, além do aumento da produtividade e do volume de crédito.

Comparativamente a outros países desenvolvidos, o crescimento dos Estados Unidos foi quase que isolado. No mesmo período, os países da Europa amargaram baixas taxas de crescimento e o Japão não conseguiu se libertar de uma progressiva recessão. Entre 1992 e 1998, por exemplo, o PIB japonês cresceu apenas 0,8% ao ano, frente a um crescimento de 3,1% do PIB norte-americano. Na Alemanha, o crescimento médio anual no período ficou em 1,7%, de acordo com dados da *The Economist*¹⁸. A tabela abaixo mostra que o PIB dos EUA iniciou os anos 90 em US\$ 5,80 trilhões e terminou a década quase duas vezes acima deste valor, em US\$ 9,27 trilhões. Em alguns períodos específicos, as taxas de crescimento foram bastante elevadas. No primeiro semestre de 1998, por exemplo, o crescimento do PIB foi de 6,1%; no último semestre deste mesmo ano, o aumento foi de 6,7%.

Tabela 1.2

O crescimento do PIB norte-americano (1990/2000)

Ano	Valor do PIB (em US\$ trilhões)	Taxa de crescimento* (em %)
1990	5,80	5,7
1991	5,99	3,2
1992	6,31	5,6
1993	6,64	5,1
1994	7,05	6,2

¹⁸ Edição de 10 de abril de 1999.

1995	7,40	4,9
1996	7,81	5,6
1997	8,31	6,5
1998	8,78	5,6
1999	9,27	5,6
2000	9,82	5,9

Fonte: Federal Reserve

*em relação ao período anterior.

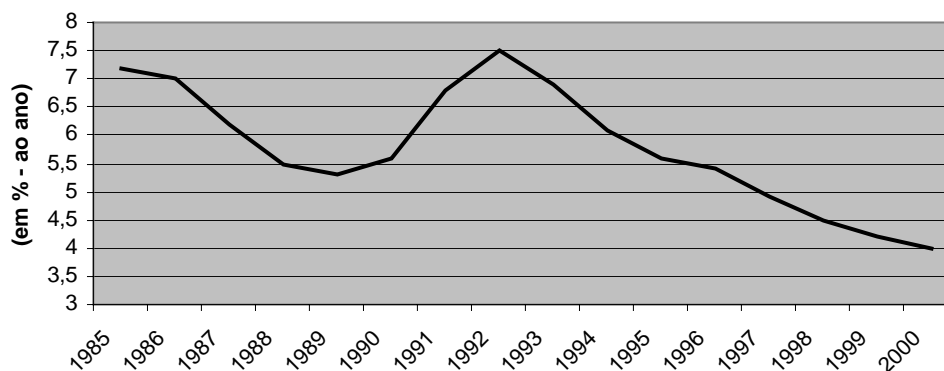
Na avaliação de Brenner (1998, 2003), o desempenho do setor de manufaturados é o que explica o início do *boom*. Para ele, foi na esteira da lenta recuperação que se seguiu à recessão de 1991/2, que a lucratividade deste setor começou a movimentar a economia. As taxas de crescimento do setor começaram a crescer no último trimestre de 1993 “e a economia como um todo se expandiu com este crescimento (op. cit. p. 124)”. Em média, a taxa de crescimento dos manufaturados ficou em 5,1% ao ano entre 1993 e 1999, um número significativamente diferente da média anual entre 1979 e 1992, de 1,9% ao ano. Como ele destaca, com o setor de manufaturados demonstrando uma maior vitalidade, precipitou-se um impulso na demanda do setor de não-manufaturados.

Para Brenner (1998 e 2003), foi a queda do dólar, a contenção dos salários reais e a política tributária do governo norte-americano, iniciadas em meados da década de 80, que abriram caminho para a recuperação do setor de manufaturados. A partir do final de 1993, soma-se a esses fatores, o aumento da produtividade. O crescimento das taxas ao ano, em média, entre 1993 e 2000, foi de 5,1%.

O crescimento do PIB foi acompanhando por uma redução das taxas de desemprego. O pior ano da década foi 1992, quando a taxa ficou em 7,5%, resultado dos nove meses de recessão por que passou o país. A partir deste ano, as taxas foram declinantes, como pode ser visto no gráfico abaixo. A partir de 1997, ela caiu abaixo dos 5% ao ano, e fechou 1999 em 4,2%, a menor taxa da década. O ritmo de criação de emprego, segundo dados do Bureau of Labour Statistics (BLS), do Departamento de Trabalho dos Estados Unidos, aumentou sobremaneira. Em 1999, foram criados 107.906 empregos no setor privado ao mês, em média. De 1997 a 2000, a média de criação mensal de emprego ficou acima dos 100 mil, frente a uma média de 90 mil entre 1990 e 1994.

Gráfico 1.2

A taxa de desemprego (1985/00)



Fonte: Bureau of Labour Statistics

O déficit comercial teve significativo crescimento no período. Era de US\$ 110 bilhões em 1990, como pode ser observado abaixo (na Tabela 1.3), e estava em US\$ 343,12 bilhões em 1999, um crescimento de 212%. Na avaliação de Cintra e Farhi (2000), o elevado déficit comercial impediu que a expansão da demanda interna tivesse maiores impactos no nível de preços, mesmo que o nível de empregos e salários sinalizassem uma tendência ascendente. Em 1991, havia superávit de US\$ 3,690 bilhões na conta de transações correntes; nove anos depois, em 2000, o país tinha um déficit de US\$ 444,690 bilhões¹⁹, como pode ser observado na tabela abaixo. Brenner (1998) acrescenta que o crescimento das exportações do setor manufatureiro teve papel essencial para o crescimento econômico dos EUA. Esse crescimento só foi interrompido, ainda que brevemente, em meados de 1997, no contexto da crise asiática e, em seguida, pela crise russa em 1998.

Em 1995, o déficit em conta corrente já era de 1,5% em relação ao PIB. Até 1997, esta porcentagem manteve-se praticamente inalterada, com um ligeiro crescimento²⁰. Mas a partir de 1998 o crescimento do déficit na conta corrente foi acelerado: em 1998, ficou em 2,3% do PIB e em 2000, ficou em 4% do PIB, segundo as estatísticas do Banco Mundial. Este déficit, porém, pelo menos até o final da década, foi financiado sem maiores dificuldades, já que as taxas de

¹⁹ As exportações, que eram de US\$ 578,330 bilhões em 1991, quase dobraram, passando para US\$ 1,065 trilhão em 2000; as importações tiveram crescimento mais elevado, com um aumento de 136,6% no mesmo período, de acordo com dados do Banco Mundial.

²⁰ Em 1997, o déficit em conta corrente foi de 1,7% em relação ao PIB.

crescimento e o retorno dos investimentos nos Estados Unidos foram maiores do que em outros países.

Tabela 1.3

O déficit comercial e a conta corrente dos Estados Unidos
(1990/2000 em US\$ bilhões)

Ano	Balança Comercial	Conta Corrente	Exportações (F.O.B.)	Importações (F.O.B.)
1990	-110,27	-78,96	393,59	495,31
1991	-75,70	3,69	421,73	488,45
1992	-95,11	-48,48	448,16	532,67
1993	-130,57	-82,48	464,77	580,51
1994	-163,76	-118,20	512,63	663,83
1995	-172,33	-109,89	584,74	743,54
1996	-189,10	-120,98	625,07	795,29
1997	-196,18	-139,82	688,70	870,57
1998	-244,73	-217,41	682,14	911,90
1999	-343,32	-324,39	702,10	1.024,42
2000	-449,57	-444,69	781,10	1.216,36

Fonte: FIM – International Financial Statistics Yearbook (2002)

Miranda (1998) acrescenta que a melhoria das contas fiscais foi outra face do *boom* dos Estados Unidos nos anos 90. Em 1992, o déficit do governo federal era de US\$ 290 bilhões, ou 5% do PIB. Em 1996, caiu para US\$ 110 bilhões e se transformou em superávit a partir de 1998. Naquele ano, os EUA registraram um

superávit nas contas públicas pela primeira vez desde o pós-guerra. Em 1998, o superávit nominal foi de aproximadamente US\$ 55 bilhões, como pode ser visto na tabela abaixo. Já no ano seguinte, ele triplicou, passando para US\$ 154 bilhões. Na avaliação do autor, este bom desempenho deve-se tanto à melhora das receitas fiscais, que acompanharam o crescimento, quanto à diminuição do serviço da dívida pública. Segundo o autor, as baixas taxas básicas de juros forçaram os investidores institucionais (como os fundos de pensão e seguradoras) a promover mudanças em seus portfólios, na busca de ativos mais rentáveis, o que implicou, entre outras mudanças, liquidação da posição destes investidores em títulos da dívida pública. Assim, a dívida mobiliária do governo em poder do público diminuiu como proporção dos ativos totais, fazendo com que o componente financeiro dos déficits anuais do governo diminuísse gradativamente.

Tabela 1.4

O déficit público os juros e a inflação (1990/2000)

Ano	Déficit Público (em US\$ bilhões)	Fed Funds (em %, ao ano)	Inflação (em %)*
1990	-236,0	8,10	5,4
1991	-265,6	5,69	4,2
1992	-326,8	3,52	3,0
1993	-226,5	3,02	3,0
1994	-184,6	4,21	2,6
1995	-146,2	5,83	2,8
1996	-110,8	5,30	2,9

1997	-2,4	5,46	2,3
1998	54,4	5,35	1,6
1999	158,3	4,97	2,2
2000	254,4	6,24	3,4

Fonte: FIM – International Financial Statistics Yearbook (2002) e Departamento de Trabalho dos EUA

* Consumer Price Index (CPI) em relação ao ano anterior.

Com as modestas taxas de crescimento dos países da Europa e do Japão, no mundo desenvolvido, e as crises financeiras e cambiais nos países emergentes (principalmente no leste asiático e na América Latina), houve na década de 90 um forte influxo de capitais para os Estados Unidos. Mesmo com o elevado déficit comercial e em transações correntes (ver tabela 1.3), o país conseguiu receber montantes de recursos consideráveis, o que contribuiu para apreciar o dólar frente ao iene, ao marco e ao euro. Com o aumento da instabilidade financeira, agravada pelas crises do México em 1994/5, da Ásia e da Rússia, em 1997 e 1998, respectivamente, os investidores internacionais passaram a procurar refúgio nos papéis norte-americanos. Em 1997/8, com a instabilidade financeira internacional provocada pelas crises asiática e russa, os investidores começaram a retirar os recursos das bolsas de valores e colocá-los em papéis de menor risco. Neste contexto, o FED promoveu três cortes sucessivos nos juros, o que, segundo Brenner (2003), tinha como objetivo manter o mercado acionário em alta. Num contexto de baixas taxas de juros (veja tabela acima), o FED, na visão do autor, a partir de 1998, queria que o endividamento privado (das famílias e empresas) sustentasse o *boom*.

Segundo dados do Banco Mundial, o investimento externo direto nos Estados Unidos teve um forte crescimento na década: 1.200% entre 1991 e 2000. No período, o total de investimentos passou de US\$ 23,180 bilhões para US\$ 287,680 bilhões. Como destacam Cintra e Farhi (2000), a atração do capital internacional foi outro fator que ajudou a manter o ciclo de crescimento dos Estados Unidos sem gerar pressões inflacionárias. A Tabela 1.4 mostra que a inflação iniciou a década em 5,4% ao ano, caiu abaixo dos 3% anuais a partir de 1995 e atingiu o piso de 1,6% em 1998. No final de 1997, o estoque de investimentos estrangeiros no país era de US\$ 5,3 trilhões, dos quais US\$ 1,8 trilhão estava aplicado em investimentos em portfólio (ver tabela 5). Segundo Henwood (1997), a participação dos investidores estrangeiros nos Estados Unidos que era de 1,4% do PIB em 1952, saltou para 19,8% em 1995.

Os recursos que entraram ajudaram a valorizar o câmbio. Em relação ao euro, por exemplo, a moeda europeia valia 1,3081 dólares em 1995, caindo para 1,1341 em 1997 e para 0,9240 em 2000. Ainda em 1997, os investidores estrangeiros chegaram a deter US\$ 1,278 trilhão em títulos públicos norte-americanos, equivalente a 37,6% do estoque que o setor privado detinha²¹. O Japão e o Reino Unido²² continuaram a ser os maiores detentores dos papéis, com uma carteira equivalente a 42,3% dos títulos comprados pelos investidores estrangeiros. Em

²¹ Que totalizava US\$ 3,393 trilhões, segundo números do Fundo Monetário Internacional (FMI) citados por Cintra e Farhi (2000).

²² Os dois países já eram, nos anos 80, os maiores financiadores do déficit público norte-americano. O Japão, com seus vultosos superávites comerciais, tornou-se o maior ofertante internacional de crédito naquela década.

1998, o Japão era o país com a maior participação. Ele tinha sozinho US\$ 276,7 bilhões de um total de US\$ 1,271 trilhão de títulos públicos nas mãos dos estrangeiros – ou 21,7% do total²³. Em 1999, o total de ativos de investidores estrangeiros nos Estados Unidos, como pode ser observado na tabela abaixo, era de US\$ 7,2 trilhões, três vezes mais do que era no início da década.

Tabela 1.5

Estoque de investimentos externos nos Estados Unidos*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	2,3	2,5	2,5	3,1	3,3	3,9	4,6	5,3	6,1	7,2	7,2
Portfólio	0,34	0,46	0,52	0,85	0,95	1,2	1,5	1,8	2,1	2,6	2,4

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI): Balance of Payments Statistics (2002)

* em US\$ trilhões – estoque em final de período.

Com o grande crescimento do setor de tecnologia a partir de 1995 surgiu nos Estados Unidos na segunda metade dos anos 90 a expressão “*nova economia*”²⁴ em oposição à “*velha economia*”. A primeira designava as nascentes indústrias

²³ Alemanha, os países da Opep, Espanha e China também tinham participação significativa, segundo os dados do FMI.

²⁴ Para Brenner (2003) não há bases para afirmar a existência de uma “*nova economia*” nos EUA no período. Para o autor, se esse termo implica produtividade e vitalidade que em termos históricos sejam extraordinárias (se não únicas), os dados da economia real não suportam sua existência. Na visão dele, o desempenho do país nos anos 90, como um todo, ficou aquém (ou foi igual) ao crescimento de outras décadas, sobretudo na de 50 e 60.

intensivas em tecnologias, voltadas, na maioria das vezes, para a internet – entre elas, a livraria virtual Amazon.com, o portal Yahoo! e o site de vendas eBay. Já a “*velha economia*” caracterizava as empresas tradicionais, intensivas em capital, como a General Motors, a Texaco e a Boeing.

O trabalho de Jorgenson (2000) mostra que foi este setor que contribuiu para o aumento das taxas de produtividade. Entre 1995/98, os preços dos computadores caíram 28%, contra 15% entre 1990/95, segundo o autor. Com isso, os computadores contribuíram, na segunda metade da década, com 0,46 pontos percentuais do crescimento do PIB, mais de cinco vezes do percentual do período 1959/1973, segundo estimativas do autor. Para ele, um dos principais fatores para explicar o *boom* foi o crescimento nas taxas de produtividade provocado justamente pela expressivo desenvolvimento do setor de tecnologia (a “*nova economia*”).

De acordo com uma pesquisa da *The Economist*²⁵, entre 1995 e 1998, o setor de Tecnologia da Informação (TI), apesar de responder por apenas 8% do PIB norte-americano, contribuiu, em média, por 35% do crescimento dos Estados Unidos no período. As empresas dos EUA aumentaram em 14 vezes os investimentos anuais em TI, enquanto o aumento em outros tipos de investimentos tiveram taxas mais modestas de crescimento²⁶. Os gastos totais com TI saltaram de US\$ 557,252

²⁵ Publicada em 31 de julho de 2000.

²⁶ Boa parte das novas empresas que surgiram no período faziam um tipo específico de comércio, conhecido como *firm-to-firm* (como por exemplo a Attune, empresa especializada no fornecimento

milhões, em 1995, para US\$ 812,635 milhões em 2000, o que significa uma elevação de 45,83% em cinco anos²⁷, segundo dados do Banco Mundial.

A “*nova economia*” também espalhou-se por todo o país em termos geográficos. No início da década de 90, os pólos de desenvolvimento tecnológico nos EUA estavam delimitados geograficamente: o Vale do Silício na Califórnia, as regiões de Seattle, Boston, Austin (no Texas, terra da Dell Computer) e na Carolina do Norte, onde está localizado o Research Triangle Park. Segundo o relatório do Departamento de Comércio dos Estados Unidos, *The Emerging Digital Economy* (2000), a partir de 1995, com o desenvolvimento da internet, cada estado norte-americano procurou ter um pólo tecnológico. New Hampshire, por exemplo, chegou a ter 82 trabalhadores no setor de alta tecnologia por cada mil trabalhadores, a concentração mais alta de empregados na “*nova economia*” no país. Já os estados de Utah, Idaho e South Dakota tinham as empresas que mais cresciam no setor de TI. Outro local que se tornou um pólo tecnológico é a cidade de Indianapolis. O número de empresas de *softwares* na cidade quadruplicou em cinco anos, saltando de 375 para 1.500 de 1995 até 2000²⁸.

de *softwares* e produtos baseados em internet para outras empresas). Segundo os dados da *The Economist*, as transações eletrônicas entre estas empresas e as companhias especializadas nos negócios *firm-to-consumer* (como a Amazon) eram estimadas em US\$ 43 bilhões em 1998 e em mais de US\$ 1 trilhão no início de 2000.

²⁷ Em relação ao PIB, os gastos com TI passaram de 7,5% em 1995 para 7,9% em 2000, de acordo com os números do Banco Mundial. Os gastos *per capita* com TI cresceram 38% no mesmo período, subindo de US\$ 2.118,5 para US\$ 2.923,8 entre 1995 e 2000.

²⁸ O Vale do Silício, na Califórnia, ainda é o principal pólo tecnológico dos Estados Unidos, com mais de 800 mil trabalhadores no setor de alta tecnologia, segundo dados de 1999.

Como destaca Brenner (2003), o crescimento médio da taxa de produtividade do setor manufatureiro foi de 5,1% entre 1993 e 2000. Em alguns setores, dentro do setor manufatureiro, o crescimento foi ainda mais elevado. Um exemplo é o setor de computadores. Entre 1995 e 1999, a taxa de produtividade neste segmento atingiu um crescimento anual de 41,70%, frente a 17% ao ano no período anterior. Apesar deste setor ser responsável por apenas 1,2% do PIB dos EUA, a pesquisa da *The Economist*²⁹ ressalta que este crescimento influenciou significativamente os outros setores³⁰. Segundo Jorgenson (2000), os setores que usam computadores, como o financeiro, tiveram um crescimento nas taxas de produtividade muito mais expressivo.

A taxa de produtividade no setor de duráveis, que cresceu em 3,05% ao ano entre 1972/95, dobrou, passando para um aumento anual de 6,78% em média no período 1995/99. Considerando apenas a produtividade dos bens industriais (*non-farm business*, medido em produtos por hora), o crescimento também foi elevado. De acordo com dados do BLS, entre 1985 e 1990, o crescimento da taxa de produtividade média anual ficou em 1,36%; entre 1990 e 1995, subiu para 1,74% e, entre 1996 e 2000, cresceu um pouco mais, para 2,48% ao ano.

²⁹ De 31 de julho de 2000.

³⁰ Um exemplo ilustrativo de como o setor de computadores ajudou outros segmentos da economia pode ser visto na Navistar, empresa produtora de motores baseada na cidade de Indianápolis. Entre 1995 e 1999, a companhia investiu mais de US\$ 285 milhões em equipamentos (a maioria eles computadorizados). Em 1994, 900 pessoas produziam 175 motores por dia; em 1999, 1.900 empregados produziam 1.400 motores por dia.

Tabela 1.6

O crescimento da taxa de produtividade nos Estados Unidos
(em %, ao ano)

Setor	1952/1972	1972/1995	1995/1999
Não Agrícola	2,63	1,13	2,15
Manufatureiro	2,56	2,58	4,58
Duráveis	2,32	3,05	6,78
Computadores	-	17,83	41,7
Não-computadores	2,23	1,88	1,82
Não-duráveis	2,96	2,03	2,05

Fonte: *The Economist* (edição de 31 de setembro de 2000)

Alan Greenspan (1999), o presidente do FED, também destaca a importância do aumento da produtividade. Segundo ele, que usa a mesma linha de argumentação de Jorgenson (2000), o contínuo crescimento da produtividade, impulsionado pelo aumento dos investimentos na economia desde 1993, foi um dos cerne do ciclo econômico dos EUA. Para Greenspan, as expectativas do crescimento futuro ainda maior das taxas de produtividade, amparado no desenvolvimento da “*nova economia*”, provocava nos agentes expectativas de crescimento nos lucros, o que alimentava a alta das ações, o que por sua vez proporciona novo ímpeto aos investimentos, que acabavam por provocar novos aumentos nas taxas de produtividade, gerando nas palavras de Greenspan um *círculo virtuoso*³¹.

³¹O presidente do FED também destaca, em outros de seus discursos (ver, por exemplo, Greenspan, 2000), a importância do mercado de ações para o crescimento econômico. Ele estima que, após 1995, 25% do crescimento total do PIB dos Estados Unidos pode ser atribuído ao ‘efeito riqueza’. No mesmo discurso, Greenspan cita os valores encontrados em estudos econométricos que mostram que de US\$ 0,03 a US\$ 0,04 de dólar extra gerado pela alta da bolsa vão para o consumo.

1.5 - O mercado acionário

Para Brenner (2003), o chamado Acordo do Plaza Invertido, de 1995, foi decisivo para os rumos da economia dos Estados Unidos no início da segunda metade da década de 90. Durante o primeiro semestre de 1995, seguindo-se à crise do México e à ajuda financeira do governo norte-americano para salvar o país vizinho, deu-se uma corrida contra o dólar. Neste acordo, aconteceu o oposto do ocorrido dez anos antes, em 1985, no Acordo do Plaza. Em resumo, o Japão e a Alemanha e os Estados Unidos entraram em um acordo para forçar para baixo o marco e o iene e valorizar o dólar³². Um dólar em alta, porém, era prejudicial às exportações das empresas norte-americanas. Agora, o setor manufatureiro japonês e alemão se recuperava, enquanto o norte-americano sofria perdas. Ao mesmo tempo, o acordo permitia maior ingresso de recursos nos Estados Unidos, o que, segundo o autor, permitiria a cobertura do crescente déficit em transações correntes, a queda nos juros e a valorização das ações.

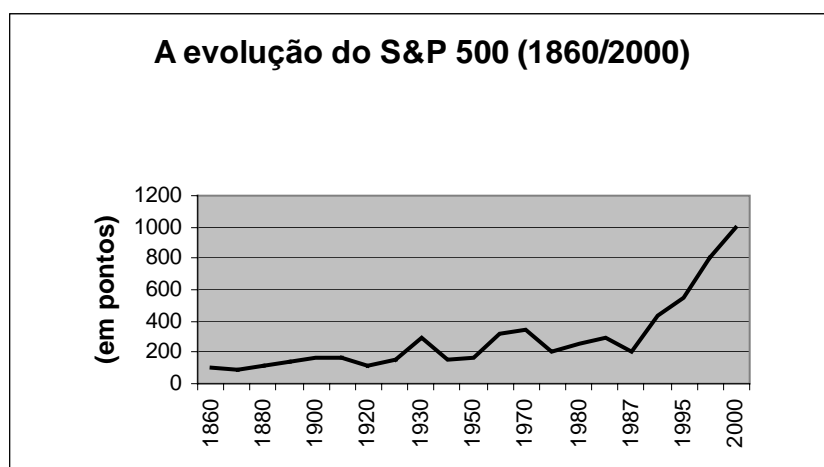
É neste momento que uma alta sem precedentes das ações nas bolsas – ao mesmo tempo em que as taxas de lucro das empresas recuava - permitiu, na visão do autor, que a expansão econômica se acelerasse mesmo com o setor de manufaturados perdendo o fôlego. Aqui, as ações se valorizavam mesmo com os

³² Pelo acordo, os juros deveriam ser reduzidos no Japão e os japoneses passariam a comprar mais títulos em dólares dos Estados Unidos, como os bônus do Tesouro. A Alemanha e os próprios EUA também comprariam mais dólares (ver Brenner, 2003).

lucros em queda, pois as empresas do país tinham perdido a competitividade. Até 1995, o autor destaca que a recuperação das bolsas foi influenciada pela recuperação das taxas de lucros do setor manufatureiro, iniciada, como vimos, na década anterior. Ou seja, o *boom* alimentou a bolha.

Em seguida, mostraremos o desempenho das duas principais bolsas do país: a Nyse e a Nasdaq. Em 1995, o Dow Jones subiu 31,3%. O gráfico abaixo mostra a evolução do Standard & Poor's 500 desde 1860 até 2000. Pode-se observar a acentuada valorização do índice, formado pelos 500 papéis mais importantes da Nyse³³, nos anos 90.

Gráfico 1.3

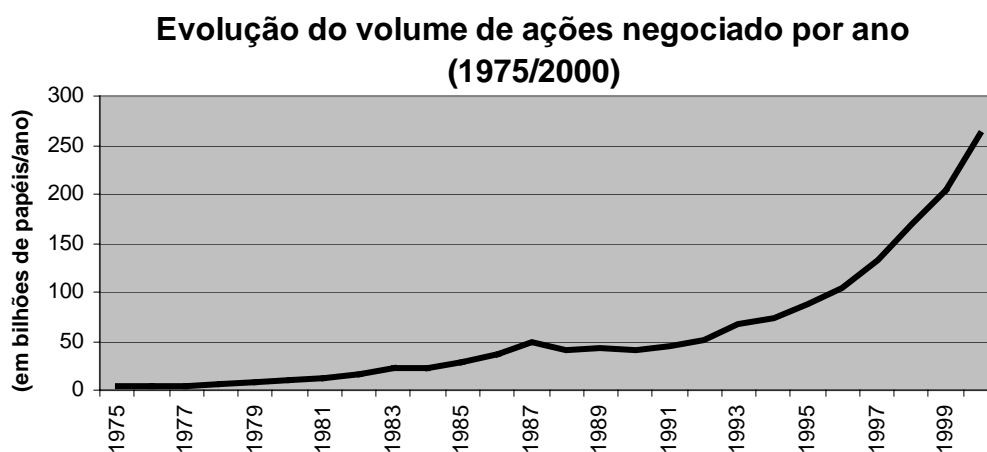


Fonte: Nyse

³³ A Nyse é a maior bolsa de valores do mundo. Além das empresas norte-americanas, como General Motors, General Eletric, Texaco e Boeing, 2.675 empresas estrangeiras tinham ações negociadas na Nyse.

Pelo gráfico acima, vemos que na década de 90, sobretudo a partir de 1995, a Nyse registrou as maiores cifras de sua história. Mas, como veremos, não foi só em valorização das ações que a bolsa bateu recordes históricos. O maior interesse dos agentes pelos papéis fez o volume de negócios atingir números impressionantes³⁴. No final de 1987, a Nyse negociava 600 milhões de ações por dia. Dez anos depois, em dezembro de 1997, eram 1,2 bilhão de ações, número que cresceu para 1,5 bilhão em 2000, de acordo com dados da Nyse. Em todo o ano de 1975, a bolsa negociou 5 bilhões de ações; em 1980 foram 11 bilhões, valor que saltou para 40 bilhões no início dos anos 90 e aumentou quase sete vezes em 2000, ficando em 262 bilhões de papéis, como mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 1.4



Fonte: Nyse

³⁴ Para uma análise detalhada dos números ver Shiller (2000).

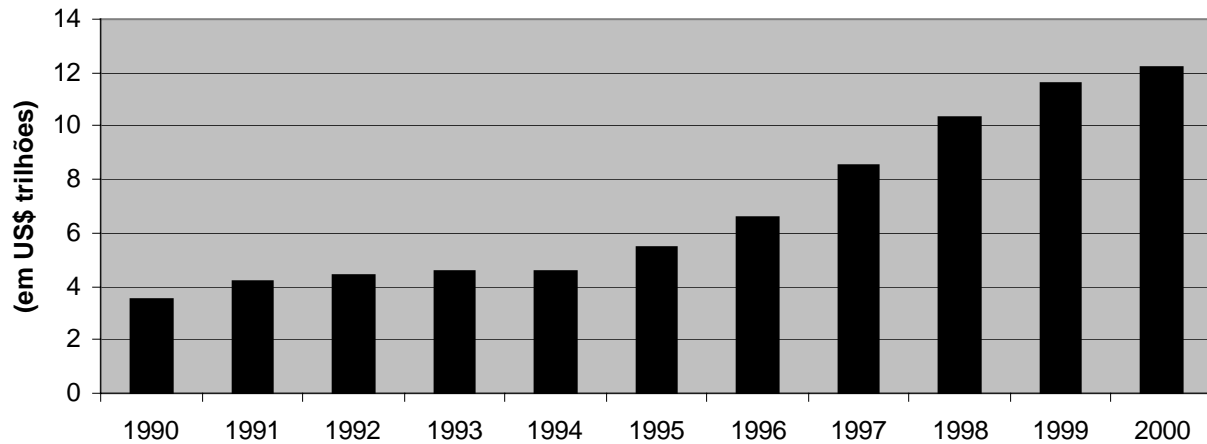
A Nyse tinha, no início de 2000, valor de mercado de US\$ 11 trilhões. A bolsa norte-americana respondia sozinha por 41,8% dos negócios mundiais com ações³⁵, de acordo com dados da consultoria Global Invest. O valor de mercado do final da década é quase três vezes superior ao que era em 1990, em torno de US\$ 3,5 trilhões³⁶. O gráfico abaixo mostra a evolução do valor de mercado³⁷ da Nyse, de 1990 a 2000. Pode-se observar que, após 1995, o valor de mercado das empresas cresceu aceleradamente, como ressaltado por Brenner (2003).

³⁵ Para se ter um idéia do tamanho da Nyse, a Bolsa de Tóquio, a terceira maior bolsa mundial, atrás da Nyse e do Nasdaq, tinha na mesma época valor de mercado de US\$ 2,3 trilhões, um terço do valor da Nyse e era responsável por 8,6% dos negócios mundiais com ações. A participação do valor de mercado da bolsa japonesa em relação ao PIB era de 62% em 1998, valor praticamente igual a participação de 66% no início de 2000. Os dados são da consultoria Global Invest.

³⁶ O número de companhias listadas na Nyse não sofreu alterações significativas no período. Em dezembro de 1994, havia 2.570 empresas na Nyse, um ano depois, 2.675. Nos dois anos seguintes, o número bateu em 3.000 companhias (3.114 em dezembro de 1998), mas em dezembro de 1999, as empresas listadas caíram para 3.025 e para 2.862 em dezembro de 2000, segundo dados da Bolsa de Valores de Nova York.

Gráfico 1.5

Valor de Mercado da Nyse



Fonte: Nyse

A tabela abaixo mostra que o crescimento do valor de mercado da Nyse foi muito mais acelerado que o do PIB norte-americano. Em 1990, o PIB dos EUA era de aproximadamente US\$ 5,8 trilhões, número que representava quase o dobro do valor de mercado das empresas negociadas na Bolsa de Valores de Nova York, de aproximadamente US\$ 3,3 trilhões. Em 1999, o PIB estava em torno de US\$ 9,3 trilhões, enquanto o valor de mercado das ações das empresa se aproximava da marca de US\$ 12 trilhões. Como pode ser visto na tabela abaixo, foi a partir de 1997 que o PIB norte-americano começou a ser menor que o valor das companhias listadas na Nyse.

³⁷ O valor de mercado é calculado pela multiplicação do número total de ações da empresa pela cotação do papel no mercado. Para informações mais detalhadas ver Fortuna (1999).

Tabela 1.7

Comparação do PIB com a Nyse (1990/00)

Ano	Valor do PIB*	Valor de Mercado da Nyse*
1990	5,80	3,3
1991	5,99	4,2
1992	6,31	4,4
1993	6,64	4,6
1994	7,05	4,6
1995	7,40	5,5
1996	7,81	6,6
1997	8,31	8,5
1998	8,78	10,3
1999	9,27	11,8
2000	9,82	12,2

Fonte: Federal Reserve e Nyse

* valores em US\$ trilhões (dólares correntes).

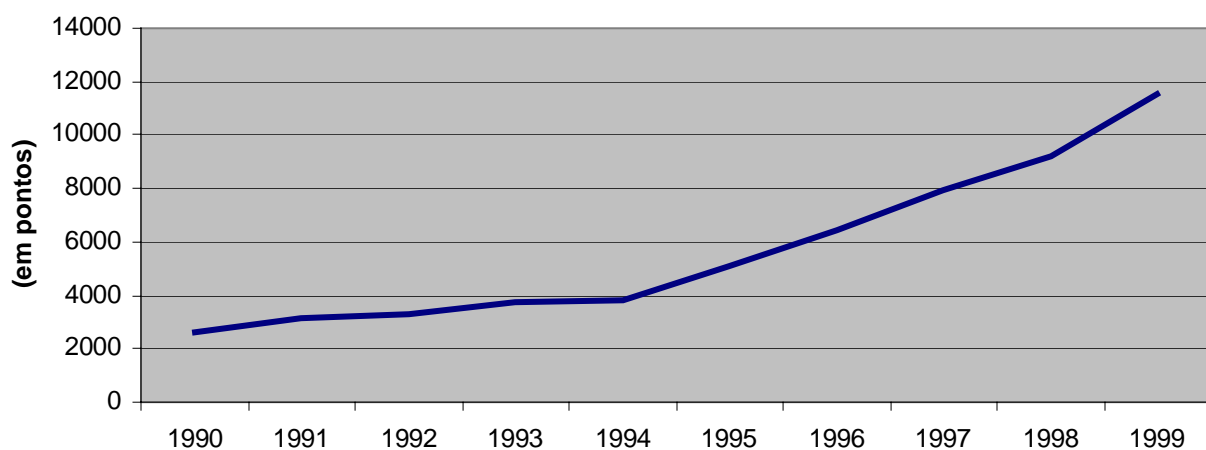
O volume de negócios da Nyse quadruplicou entre 1992 e 1999. A bolsa movimentou US\$ 51,375 trilhões em 1992, valor que dobrou para US\$ 104,636 trilhões em 1996 e para US\$ 203,914 trilhões em 1999, segundo dados da própria bolsa. O volume médio diário de negócios teve comportamento semelhante. A média diária de 1990 era de US\$ 177 bilhões. No final de 1995, a Nyse já negociava por dia, em média, um valor duas vezes maior: US\$ 392 bilhões. Em dezembro de 1999, a média diária era de US\$ 907 bilhões, cinco vezes maior que

a média de 1990 e três vezes maior que a média de dezembro de 1995. Segundo Henwood (1997), entre 1980 e 1994, o volume de negócios diários na Nyse quintuplicou e, como vimos acima, continuou crescendo nos anos seguintes.

O índice Dow Jones fechou 30 de dezembro de 1990 aos 2.633,66 pontos. Em 30 de dezembro de 1999, o mesmo indicador estava em 11.497,12 pontos – até então, o valor em pontos mais alto já atingido pela Nyse desde sua criação, em 1792. Na década passada, a valorização foi 336%. Apenas entre janeiro de 1995 e dezembro de 1999, o índice subiu 187,5%, frente à alta de 97% de 1990 a dezembro de 1994.

Gráfico 1.6

Evolução do Dow Jones (1990/00)

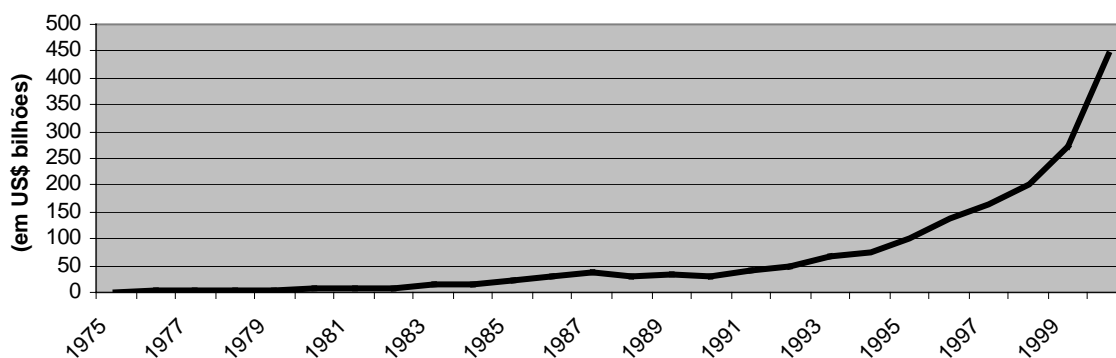


Fonte: Bloomberg News

Os números da National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (a Nasdaq), a bolsa das ações de tecnologia, também confirmam a forte alta das ações na década passada. Os dados mostram que desde sua criação, em 1971, até o início dos anos 90, o crescimento, tanto do número de empresas negociadas quanto do volume financeiro, foi pequeno. Mas a partir de meados da década de 90, a Nasdaq começou a registrar crescimento acelerado, tanto do número de empresas negociadas, quanto do valor de mercado e do giro financeiro médio. O gráfico abaixo mostra a evolução do volume financeiro médio anual da Nasdaq. Em 1975, apenas US\$ 1 bilhão eram negociados em média ao ano; em 1990, foram US\$ 33 bilhões. Em 1999, este número foi oito vezes superior, ficando em US\$ 273 bilhões.

Gráfico 1.7

Crescimento do volume de negócios (1975/00)



Fonte: Nasdaq

Obs.: valores em dólares correntes.

Nos anos 90, a Nasdaq ganhou uma média de 500 novas empresas por ano. Na Nyse, esta média ficou em torno de 80 empresas³⁸. Entre as novas empresas, companhias recém-criadas entraram na Nasdaq, como a Lycos, a Amazon, a eBay e a Yahoo!. Apenas em 1996, 680 empresas³⁹ abriram o capital na Nasdaq. Em 1999, segundo a *The Economist*⁴⁰, o valor de mercado de uma agência de turismo que operava via internet listada na Nasdaq chegou a superar o valor das três maiores companhias aéreas norte-americanas.

Tabela 1.8

Números de IPOs: Nasdaq vs. Nyse (1992/00)

	Nasdaq	Nyse
1992	442	80
1993	520	97
1994	444	82
1995	476	72
1996	680	88
1997	494	87
1998	273	68
1999	485	49
2000	397	48

Fonte: Nasdaq

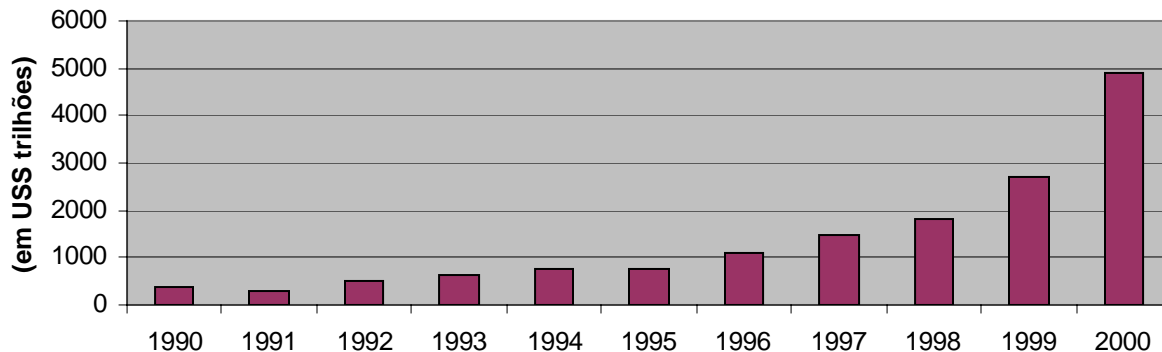
³⁸ Ver Helweger (2002) e Edison & Slok (2001) para uma análise detalhada das Ofertas Públicas Iniciais (IPO, na sigla em inglês).

³⁹ Em termos líquidos, o ano que a Nasdaq mais ganhou empresas foi 1993, com 498 IPOs; em 1996, foram 434. Em 1998 e 1999, mais empresas fecharam do que abriram o capital na Nasdaq. A bolsa perdeu 419 companhias em 1998 e 239 em 1999.

O valor de mercado das empresas negociadas na bolsa de alta tecnologia também teve crescimento acelerado, resultado do aumento do número de empresas listadas e da forte valorização do papéis. O gráfico abaixo mostra a capitalização da Nasdaq em janeiro de cada ano. As 4.132 empresas listadas valiam US\$ 390 bilhões em 1990. Em 1996, o valor passou para a casa dos trilhões de dólares (US\$ 1,1 trilhão), número quase cinco vezes menor que a capitalização da Nasdaq em 2000⁴¹, de US\$ 4,9 trilhão.

Gráfico 1.8

Evolução do valor de mercado (1990/00)



Fonte: Nasdaq

O Nasdaq Composto, o principal índice da bolsa, foi fixado em 5 de fevereiro de 1971 em 100 pontos. Na década de 90, porém, ele ultrapassou a casa dos 4 mil

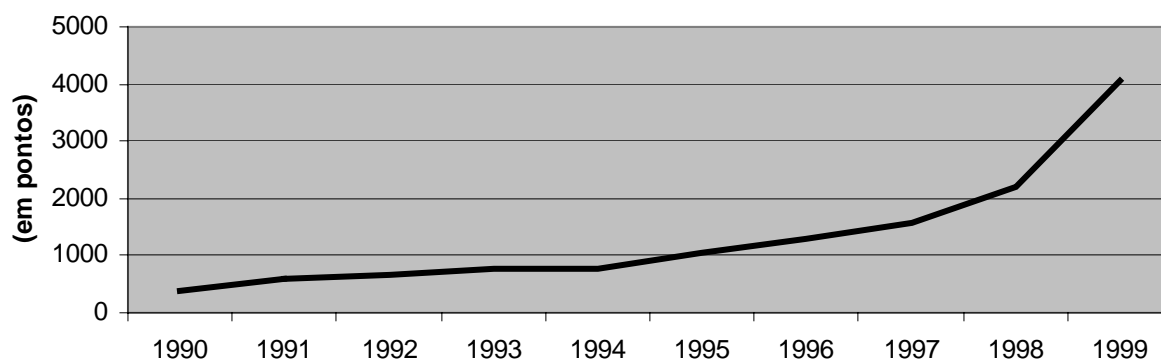
⁴⁰ Edição de 12 de dezembro de 2000.

⁴¹ Em 2000, a Nasdaq tinha 4.734 companhias listadas.

pontos. O indicador operava em dezembro de 1990 aos 373,84 pontos. Nove anos mais tarde, em dezembro de 1999, o mesmo índice estava em 4.069,31 pontos. Uma valorização de quase 1.000%. Apenas em 1995, ano em que começou a euforia com as ações de internet, o Nasdaq Composto teve alta de 72%, saindo da casa dos 750 pontos em janeiro para 1.300 pontos em dezembro. Mas o ano com a valorização mais expressiva foi 1999, quando o índice subiu 86%.

Gráfico 1.9

Evolução do Nasdaq Composto (1990/00)



Fonte: Bloomberg News

Com o maior interesse pelas ações das empresas de internet⁴², a Nasdaq ultrapassou, nos últimos anos da década de 90, a Bolsa de Valores de Nova York

⁴² O crescimento do número de usuários da internet no país nos últimos três anos da década de 90 foi elevado. Segundo dados do Banco Mundial, em 1997, eram 40 milhões de usuários nos Estados Unidos – exatamente o dobro do que era em 1995; no ano seguinte o número havia

em vários indicadores: volume de ações negociadas; volume de negócios diários, número de IPOs, número de empresas listadas e preço médio dos papéis (ver tabela abaixo). O volume de ações negociadas cresceu 150% entre 1998 e 2000 na Nasdaq; na Nyse, o crescimento foi menos da metade, ficando em 70% no mesmo período. Henwood (1997) destaca que, em 1980, o Nasdaq negociava diariamente 54% do volume das ações negociadas pela Nyse; em 1994, a relação era de 101%.

Tabela 1.9
Uma comparação: Nasdaq vs. Nyse

	1998	2000
Nasdaq		
Volume de ações	14 bilhões	35 bilhões
Volume financeiro (em US\$ bilhões)	375,3	1.832,3
Valor de mercado	US\$ 1,9 trilhão	US\$ 5,1 trilhões
Número de companhias listadas	5.466	4.794
IPOs	273	397
Preço médio por ação	US\$ 26,79	US\$ 52,57

saltado para 60 milhões – um crescimento de 50% em 12 meses. Em 1999, o número de usuários continuou crescendo, saltando para 74,1 milhões (equivalente a um crescimento de 23,5%). Em 2000, nada menos que 95,4 milhões de norte-americanos já tinham acesso à internet. Em relação a 1997, o crescimento foi de 138,5%. O número de computadores também cresceu consideravelmente no mesmo período. Segundo os números do Banco Mundial, em 1995, eram 328,1 computadores para cada mil habitantes; em 1998 já eram 459 e em 2000, eram 585, ou seja, em cada dois norte-americanos, um tinha computador. Um crescimento de 78,36% entre 1995 e 2000.

Nyse		
Volume de ações	12,7 bilhões	21,5 bilhões
Volume financeiro (em US\$ bilhões)	542,2	951,3
Valor de mercado	US\$ 9,5 trilhões	US\$ 11,7 trilhões
Número de companhias listadas	3.039	3.019
IPOs	68	48
Preço médio por ação	US\$ 42,84	US\$ 44,28

Fonte: Nasdaq

Um exemplo ajuda a entender a expressiva alta das ações na Nasdaq entre 1995 e o início de 2000. Os papéis da AOL subiram 6.586% no período, os da Yahoo!, 6.395%. Entre as empresas da *velha economia*, as valorizações não foram desprezíveis. As ações da General Eletric subiram 420% e as da Enron, 366%.

Cabe ressaltar que um investidor pode ganhar aplicando em ações de duas maneiras: pela valorização dos papéis nas bolsas e pelos dividendos pagos⁴³. Na maioria das vezes, os ganhos vêm das duas fontes. Com as empresas de internet, contudo, os investidores tiveram retornos, na grande maioria das vezes, apenas pela valorização dos papéis⁴⁴, uma vez que as empresas tiveram grandes prejuízos após sua criação, na segunda metade da década de 90. Esse é um dos

⁴³ Ver o manual de Mishkin (1998) para mais informações.

⁴⁴ O preço de uma ação, segundo o manual de Mishkin (1998), é o valor presente do fluxo de caixa que o detentor do papel vai receber. Este fluxo de caixa é formado pelos dividendos pagos e pelo preço futuro do papel, que é o valor presente dos dividendos que serão pagos e uma estimativa do

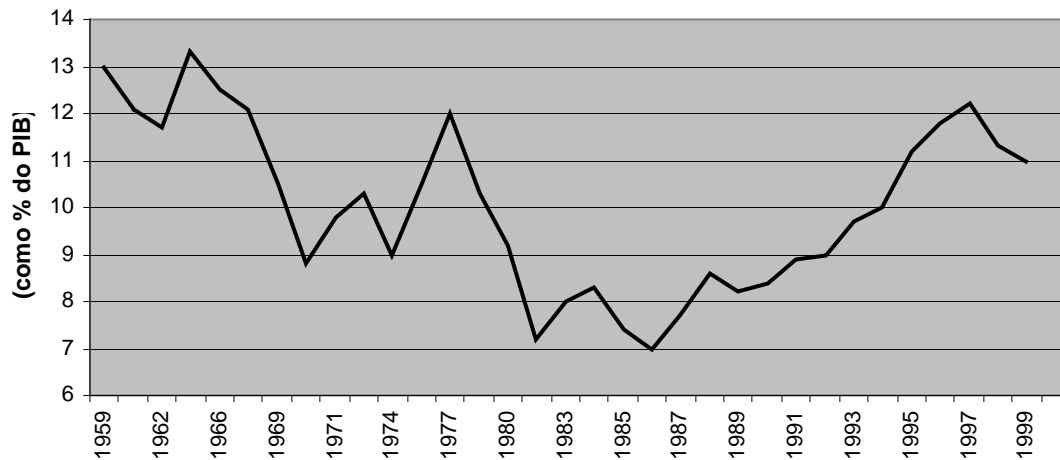
fatores que evidenciam, segundo Brenner (2003) e Shiller (2000), o fato de o país estar passando por uma bolha especulativa, dado o enorme descolamento entre a alta dos papéis e os resultados financeiros das empresas (ver o gráfico 1.10 abaixo). Em sua análise, Shiller (2000) destaca que a alta dos papéis não mais se relacionava com os fundamentos das empresas e mesmo os da economia. Os preços das ações do índice Standard and Poor's Composite chegaram em 2000 a um valor 44,3 vezes maior que os lucros, o nível mais alto da história do país, inferior apenas ao valor de 32,6 verificado durante setembro de 1929⁴⁵. Wolff (1999), ao analisar o comportamento das taxas de lucros das empresas entre 1947 e 1997, mostra que, em 1997, as taxas cresceram em 9,6%. Apesar do crescimento, o número é baixo se comparado com a média de períodos anteriores: 15,4% em 1947, 16,9% em 1950 e 14,2% em 1966.

preço do papel num futuro ainda mais distante. Para Shiller (2000), o preço de uma ação deve, em tese, refletir a expectativa de lucros futuros da empresa.

⁴⁵ Outros dois períodos em que a relação entre o preço de uma ação e os lucros da companhia esteve alta foi em junho de 1901, quando ficou em 25,2, e em janeiro de 1966, quando bateu em 24,1. Ver Shiller (2000).

Gráfico 1.10

Os lucros corporativos (1959/1999)



Fonte: FMI - World Economic Outlook (2000)

Dois exemplos ilustram a euforia em torno dos papéis de internet e mostram que os resultados das empresas pouco influenciavam a decisão de compra dos papéis. A Netscape, que inventou o software mais usado para navegação na internet, foi criada em abril de 1994 e em 9 de agosto de 1995 fez seu IPO na Nasdaq. A empresa pretendia emitir 3,5 milhões de ações, mas a alta procura dos investidores fez a Netscape emitir 5 milhões de papéis. A ação, que inicialmente seria vendida por um valor entre US\$ 12,00 e US\$ 14,00, subiu para o intervalo entre US\$ 21,00 a US\$ 24,00 e finalmente foi ofertada em US\$ 28,00. No primeiro dia de negociações na Nasdaq, o papel abriu em US\$ 71,00 – 154% acima do preço de venda dos papéis no IPO. Neste dia, o valor de mercado da empresa

batia em US\$ 2,6 bilhões. Um dia depois da abertura do capital na Nasdaq, as 9,7 milhões de ações de Jim Clark, um de seus fundadores, valiam US\$ 566 milhões. Em janeiro de 1996, o papel já era negociado em US\$ 167,00 – seis vezes acima do preço de venda no IPO, mesmo sem a empresa ter registrado lucros desde a sua criação. Para Plotnikoff (2002), foi o IPO da Netscape que deu início ao *boom* com as ações das empresas de internet⁴⁶.

⁴⁶ Após a Netscape, outros IPOs bem sucedidos aconteceram na Nasdaq. Um deles foi o da Yahoo!, portal da internet que fornece e-mail grátis e informações sobre turismo, música e cinema, além de serviços para navegação na web, que abriu o capital em abril de 1996. O papel foi vendido por valores entre US\$ 12,00 e US\$ 13,00. No primeiro dia de negócios, porém, a ação já abriu em US\$ 24,50, quase o dobro do valor inicial. A partir de 1997, mesmo com as projeções de prejuízo se confirmando, o papel começou a subir de forma surpreendente. Na máxima do período analisado, em dezembro de 1999, a ação da Yahoo! chegou a ser cotada em US\$ 216,34 – 154 vezes acima do preço mínimo batido no período e dez vezes acima do preço de lançamento do papel. O volume de negócios com o papel, que ficou em torno de 32 milhões de ações por dia em 1996, ultrapassou a casa de um bilhão de papéis por dia em julho de 1998 e fechou 1999 com uma média de 500 milhões por dia, segundo dados da Bloomberg News. Em 1999, a Yahoo! era avaliada pelo mercado em US\$ 30 bilhões. Os lucros, porém, apareceram apenas no final de 1999. Em 1997, a empresa teve prejuízo líquido de US\$ 47,376 milhões; em 1998, de US\$ 13,641 milhões. Em 1998, a Yahoo! registrou lucro líquido de US\$ 47,811 milhões.

Outra empresa da área de internet que surgiu no período foi a eBay, especializada em leilões e vendas on-line. A companhia foi criada em setembro de 1995 e abriu o capital em 30 de setembro de 1998 também na Nasdaq a um preço variando entre US\$ 14,00 e US\$ 16,00 por ação durante o IPO. No primeiro dia de negócios, o papel abriu em US\$ 53,50 para encerrar o pregão em mais de US\$ 70,00. No dia 30 de abril de 1999, a ação fechou cotada em US\$ 104,06, ou seja, duas vezes acima do preço de abertura. Apenas no seu primeiro dia de negociação, o valor de mercado da empresa bateu em US\$ 2 bilhões e nos seus primeiros quatro meses de existência, a ação valorizou-se 436%. Em 1999, o papel subiu 56%. O volume de negócios entre 1998 e 2000 ficou em 153 milhões de ações por dia.

A eBay foi uma das poucas empresas do setor de internet a registrar lucro no período. Mesmo assim, os números foram modestos. No último trimestre de 1998, primeiro ano da empresa na Nasdaq, o lucro líquido ficou em US\$ 2,7 milhões – equivalente a US\$ 0,03 por ação. No ano de 1998, o ganho líquido foi de US\$ 7,23 milhões (US\$ 0,14 por ação) e em 1999, o lucro líquido

Outro caso é Amazon.com, site de venda de livros, vídeos e CDs. A companhia surgiu em julho de 1995 e fez seu IPO na Nasdaq no dia 5 de maio de 1997 com cada papel cotado em US\$ 29,50 – frente a um preço de venda inicialmente estimado entre US\$ 14,00 e US\$ 16,00. Quase dois anos após sua criação, no dia 31 de março de 1999, a ação da Amazon.com fechou cotada em US\$ 86,09. No seu primeiro ano na Nasdaq, a ação subiu 234%. Em 1998, no seu segundo ano, a alta das ações foi de 966% e em 1999, de 42%, de acordo com os dados da Bloomberg News.

Nos seus primeiros cinco anos, contudo, a Amazon.com não registrou lucros. Entre 1997 e 2000, a companhia teve prejuízos em todos os trimestres. No trimestre em que fez seu IPO, ela teve prejuízo de US\$ 3 milhões. No primeiro trimestre de 1997, por exemplo, as perdas foram ainda maiores, ficando em US\$ 10,475 milhões. Nos primeiros três meses de 1998, o prejuízo dobrou, subindo para US\$ 21,991 milhões. Em 1999, a empresa teve um de seus piores anos. No primeiro trimestre, o prejuízo foi de US\$ 184,885 milhões – 740% acima das perdas registradas no mesmo período do ano anterior. Por fim, em 2000, a empresa iniciou o ano com perda de US\$ 90,426 milhões no primeiro trimestre, prejuízo que aumentou para US\$ 121,535 milhões de outubro a dezembro daquele ano. Mesmo com os resultados negativos, o valor de mercado em 1998 da companhia bateu em US\$ 29,5 bilhões, ou seja, número superior a muitas empresas tradicionais.

subiu para US\$ 10,8 milhões, ou US\$ 0,10 por cada ação, de acordo com relatório anual da empresa.

Entre 1998/9, no contexto dos três cortes sucessivos na taxa básica de juros, a valorização das ações atingiu valores bastante elevados. No período, os lucros corporativos pós-tributos (descontados os juros) caíram 6,8% em 98, e aumentaram 5,5% no ano seguinte. O Dow Jones, porém, subiu 20,5% e 12,5%, respectivamente. No Nasdaq, a alta foi ainda maior: em 1998, a bolsa subiu 40% e em 1999, 85,6%, mesmo com a maioria absoluta das empresas registrando prejuízos (ver gráfico 1.10). Como já destacado anteriormente, há um evidente descolamento entre os preços das ações e os lucros das companhias, o que evidencia o caráter especulativo da alta dos papéis. Entre as empresas de internet, a situação é mais dramática. Em uma amostra de 242 empresas de internet analisadas pela OCDE (2000b), 37 tiveram lucros no terceiro trimestre de 1999. O mais curioso é que apenas duas empresas, entre estas 37, respondiam por 60% dos lucros. Segundo o relatório, considerando 168 empresas com dados disponíveis, os prejuízos somados chegaram a US\$ 12,5 bilhões.

Os papéis negociados na Nyse também subiram no mesmo período. As ações da General Motors, por exemplo, iniciaram 1995 cotadas em US\$ 30,713. A cotação máxima atingida entre 1995 e 2000 foi em 28 de abril de 2000, quando o papel fechou valendo US\$ 93,63, três vezes acima do valor do início de 1995. Outra empresa tradicional norte-americana, a General Electric, também mostra comportamento semelhante aos papéis da GM. Em 1997, as ações da GE subiram 41%; em 1998, 39% e em 1999, 53%. A tabela abaixo mostra o desempenho das ações da Nyse e da Nasdaq.

Tabela 1.10

As ações da “Nova” e da “Velha Economia”

(oscilações anual em % - 1995/00)

	1995	1996	1997	1998	1999
Nasdaq					
Yahoo!*	-	-42,9	511,1	584,3	265,3
EBay**	-	-	-	435,4	56,0
Amazon.com***	-	-	234,7	966,4	42,2
AOL	167,9	-11,3	172,2	585,6	95,6
Nyse					
General Motors	25,5	5,4	15,0	17,8	21,8
General Electric	41,2	37,3	48,4	39,0	51,7
Enron	25,0	13,1	96,4	37,3	55,5

Fonte: Bloomberg News

*IPO em abril de 1996; ** IPO em setembro de 1998; *** IOP em maio de 1997

Os números citados nos parágrafos anteriores evidenciam a expressiva alta dos papéis e o aumento dos negócios nas bolsas dos EUA. Brenner (2003) chama a atenção para o fato de as próprias empresas comprarem grandes quantidades de ações no mercado para valorizar os papéis. Apenas a título de ilustração, cabe aqui mostrar alguns números das empresas e do mercado de ações nos anos 90.

“Por meio de uma farra de empréstimos de proporções históricas, as empresas não-financeiras norte-americanas estavam se tornando as principais compradoras

líquidas no mercado de ações do país”⁴⁷. Assim, as condições para a expansão da bolha no mercado de ações foram preparadas, como ressalta do autor, pelas transformações nas condições financeiras domésticas e internacionais em 1995, entenda-se o Acordo do Plaza Invertido, e ajudadas pelo FED nos quatro anos seguintes, na medida em que o banco central norte-americano manteve um regime de crédito fácil.

Entre 1994 e 1998, o valor bruto das retiradas de ações das companhias não-financeiras foi da ordem de US\$ 230 bilhões ao ano, em média⁴⁸. Nos últimos meses de 1999, segundo Brenner (2003), o FED injetou liquidez no sistema bancário e baixou novamente os juros, de 5,5% ao ano para menos de 4%, dando impulso adicional a alta das ações. Ao mesmo tempo, a facilidade para a contração de dívidas fez a dívida total do setor privado bater em 150% do PIB, um nível recorde, segundo a *The Economist*⁴⁹. O fluxo líquido de crédito para o setor financeiro saiu de uma quantia irrisória em 1990 para mais de US\$ 1 trilhão em 2000, segundo Godley (2000).

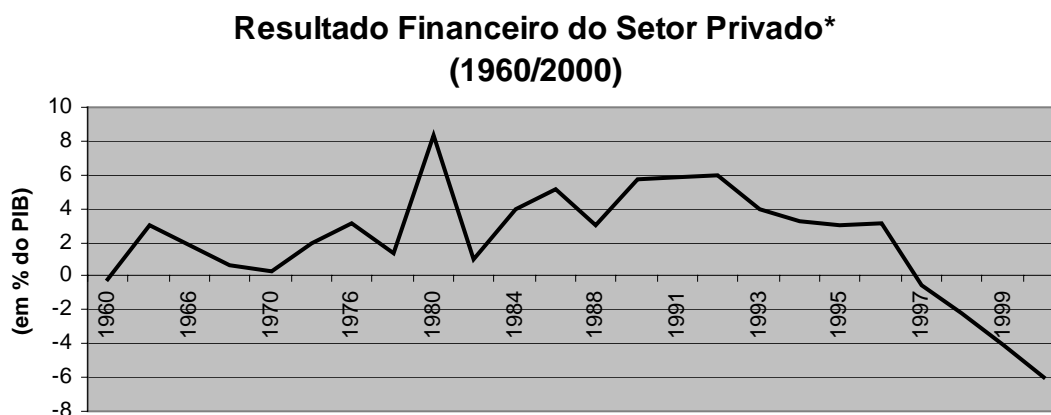
⁴⁷ Op. cit. p. 205.

⁴⁸ Inclui tanto o valor das compras pelas empresas resultantes de fusões, como também a recompra dos papéis pelas próprias companhias. O número mais alto até então havia sido em 1989, quando as companhias recompraram US\$ 51,4 bilhões em ações.

⁴⁹ Ver as edições de 12 de dezembro de 2000, 13 de março de 2001 e 17 de julho de 2001.

O saldo financeiro do setor privado (famílias e empresas) – ou poupança privada líquida⁵⁰ - ficou negativo depois de 1997, como é descrito por Godley & Martin (1999) e Godley (2000) e destacado em uma extensa reportagem da *The Economist*⁵¹. O gráfico abaixo mostra a evolução deste indicador que, ao longo das quatro décadas anteriores, de acordo com o levantamento da revista inglesa, nunca havia ficado negativo por um período acima de uma ano.

Gráfico 1.11



Fonte: elaborado a partir da *The Economist* (edição de 12/12/2000)

Obs.: é a diferença entre a renda privada disponível e os gastos privados.

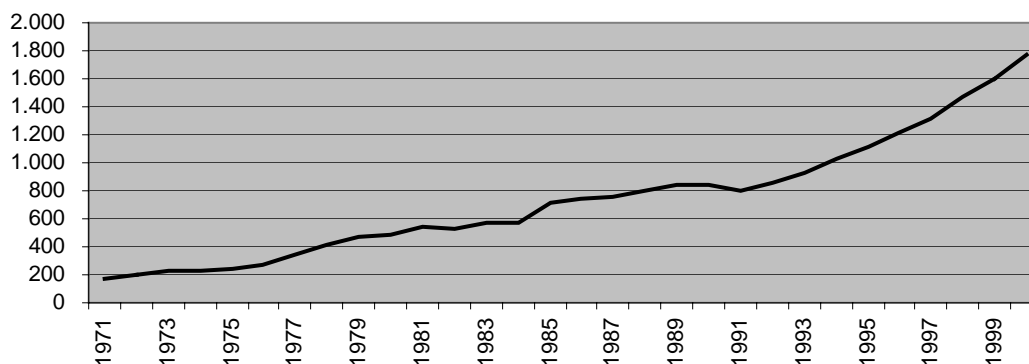
⁵⁰ Godley & Martin (1999) definem este indicador como a diferença entre a renda privada disponível e os gastos privados. Em Godley (2000), esta mesma relação é denominada de “poupança privada líquida”, que a rigor, não é o conceito usual de poupança líquida.

⁵¹ Edição de 12 de dezembro de 2000.

A formação bruta de capital fixo das empresas passou de 18% do PIB para 21,4% entre 1990 e 2000. Segundo um relatório da *The Economist*⁵², amparada pela valorização expressiva das ações, as empresas aumentaram seus investimentos – de 9% para 15% do PIB nos anos 90. Em volume, chegou a US\$ 1,8 trilhão em 1999, como pode ser visto no gráfico abaixo.

Gráfico 1.12

**Formação Bruta de Capital Fixo
1971/2000 (em US\$ bilhões - dólares correntes)**



Fonte: FIM – International Financial Statistics Yearbook (2002)

Pelo que vimos, amparados na análise de Brenner (1998 e 2003), o crescimento da economia, num contexto de crescimento dos lucros do setor manufatureiro e do aumento das taxas de produtividade, alimentou a alta das ações das empresas na

⁵² 23 de fevereiro de 2001.

bolsa, ou seja, o *boom* neste momento origina a bolha. Mas a partir de 1995, mesmo com a queda nos lucros, a bolsa continuou subindo, o que permitiu a manutenção das altas taxas de crescimento econômico. O efeito riqueza, provocado pela alta dos papéis, aumentou os níveis de consumo e investimento das famílias e das empresas. Neste momento, a bolha ajudou a ampliar o *boom*. O capítulo seguinte dedica-se a mostrar que o interesse das famílias pela bolsa também aumentou e as compras de ações destes agentes cresceram significativamente. Em resumo, num contexto de valorização crescente das ações, aumentava-se a garantia colateral e facilitava a tomada de empréstimo pelas famílias. Deste modo, a bolha foi capaz de manter a si mesma, como nas descrições de Aglietta (1995) que veremos no próximo capítulo.

Capítulo 2

As Famílias Norte-americanas e o Mercado Acionário

2.1 - Introdução

Neste capítulo vamos analisar o *boom* no mercado de ações norte-americano na década de 90 a partir da ótica das famílias. Noutras palavras, como as ações passaram a ter peso significativo no patrimônio das famílias no período e, via efeito riqueza, aumentou o consumo delas. Como destaca Carneiro (1999), o crescimento da riqueza financeira provoca alterações na composição da riqueza social que aliado a maior facilidade para o endividamento conduz a alterações nos gastos, precipitando um ciclo de ativos.

De acordo com Coutinho & Belluzzo (1998), a influência dos ativos financeiros leva a alterações na composição da riqueza social. Primeiro, *à la* Marx, há a migração do capital industrial para a esfera rentista, buscando a valorização que ele não encontra no setor produtivo. Em segundo lugar, a classe média (sobretudo nos países desenvolvidos) passou a deter importantes carteiras de títulos e ações (diretamente ou via fundos mútuos). Nestas condições, o patrimônio de uma

família inclui, além dos imóveis e bens de consumo duráveis, uma proporção crescente de ativos financeiros. E é justamente este ponto que será objeto de estudo no presente capítulo, ou seja, pretendemos mostrar o aumento crescente da participação das ações no portfólio das famílias e como, ao registrar altas históricas na década passada (como destacado no capítulo anterior), influenciou a elevação do consumo das famílias e facilitou o acesso ao crédito.

O capítulo é composto de quatro seções. A primeira descreve o efeito riqueza do ponto de vista teórico; a segunda parte mostra a confirmação deste efeito na economia norte-americana nos anos 90. A terceira descreve o portfólio das famílias dos Estados Unidos e a última parte mostra a queda nas taxas de poupança, o aumento da riqueza líquida e das dívidas das famílias e o crescimento do consumo na segunda metade dos anos 90.

2.2. – O ciclo de ativos

As flutuações nos preços das ações afetam o tamanho da riqueza das famílias, afetando sua disposição ao gasto. Segundo Carneiro (1999), a valorização destes papéis acaba por elevar as garantias patrimoniais – tanto para as famílias quanto para as empresas - possibilitando um maior endividamento. Na visão de Aglietta (1995), a liberalização financeira abriu um espaço para a acumulação de riqueza

privada a uma velocidade sem precedentes. Mas como ressalta o autor, o canal principal de investimento destes recursos não foi a produção de bens e serviços. Ele foi direcionado, sobretudo, para ativos financeiros (como as ações) e ativos reais (terrenos e imóveis), causando uma inflação real de preços destes ativos. Esta inflação, segundo ele, não é sustentada por um aumento compatível do fluxo de receitas futuras. A apreciação dos preços dos ativos reais é alimentada por uma expansão do crédito mais rápida que a da produção pelo crescimento da relação *crédito/PIB*.

A análise de Carneiro (1999) mostra que uma parte expressiva do crédito é destinada para a compra de ativos. Isso deve-se à consolidação das finanças de mercado e resulta do aprofundamento dos mercados de ativos. Os ativos, em um contexto de maior liquidez e menor risco, são comprados numa perspectiva especulativa. Na definição clássica de Nicholas Kaldor (1939), especulação é a atividade de compra (ou venda) de mercadorias com vistas à revenda (ou recompra) numa data posterior. O motivo deste movimento é a antecipação de uma mudança nos preços em vigor e não uma vantagem resultante de seu uso ou transferência de um mercado a outro.

Como a riqueza financeira cresce numa velocidade muito superior ao crescimento da produção, há a percepção por parte dos agentes de um enriquecimento acelerado. À esta percepção, soma-se uma miríade de possibilidades para o endividamento junto às instituições financeiras. O ponto crucial é que no mercado de ativos, segundo Aglietta (1995), a oferta de papéis é rígida, ou seja, é inelástica

no curto prazo. Logo, o efeito imediato do aumento da demanda é o aumento dos preços dos papéis. Como visto no capítulo anterior, algumas ações tiveram valorizações bastante expressivas na segunda metade da década passada. Os papéis da Yahoo!, por exemplo, chegaram a subir mais de 900% em um único ano. A confirmação dos ganhos de capital antecipados, como argumentam Coutinho & Belluzzo (1996), reforça a febre especulativa e induz os agentes (famílias, bancos, empresas) com investimentos nestes papéis a aumentar sua “alavancagem”, o que acaba por elevar ainda mais os preços dos papéis.

Na fase ascendente do ciclo, a capitalização das bolsas de valores cresce a uma taxa muito mais rápida que os lucros correntes, segundo Aglietta (1995). No caso das empresas, a alta da bolsa infla o valor de mercado delas. Se os agentes do mercado interpretam a alta das ações como uma antecipação de lucros maiores no futuro, a procura pelos ativos reais aumenta, gerando um movimento cíclico. Como destaca o autor, a *percepção* do endividamento é afetada, ou seja, há a ilusão de uma “saúde financeira” que, em última instância, é garantida pela alta das ações nas bolsas. Em resumo, como mostram Coutinho & Belluzzo (1998), a maior “alavancagem” dos gastos com consumo é permitida pela percepção dos consumidores e bancos de que a riqueza aumentou por conta da capitalização acelerada dos ativos financeiros.

Os trabalhos de Carneiro (1999), Bertaut (2002) e Henwood (1997) explicitam as alterações nos gastos das famílias. O crescente peso dos ativos financeiros no patrimônio delas determina um descolamento entre os gastos e a renda corrente.

Como destaca Carneiro, a propensão a consumir deixa de ser um função estável da renda e passa a oscilar de acordo com o valor da riqueza financeira. Bertaut (2002) e Godley & Izurieta (2002) encontraram evidências nos Estados Unidos na segunda metade da década de 90 deste descolamento, com o consumo crescendo mais rapidamente que a renda, como veremos a seguir. Para Coutinho & Belluzzo (1998), a ampliação do efeito riqueza implica flutuações mais violentas do consumo, deixando este de ter o comportamento relativamente estável previsto pela função-consumo keynesiana. Assim, um crescimento dos preços dos ativos pode implicar aumento dos gastos em consumo sem que a renda se altere, noutras palavras, uma fração do consumo deixa de ser proporcional à renda corrente, como argumentam os autores (op. cit. p. 139). O oposto também é verdadeiro, ou seja, uma queda destes preços acarretará a diminuição do consumo, também independente da renda, dada a percepção de perda patrimonial. Ademais, as famílias terão que enfrentar um crescimento de suas dívidas, dado o elevado grau de alavancagem de suas posições em bônus, ações e derivativos.

Como é o crédito que viabiliza tais gastos, segundo Carneiro (1999), o aumento do valor dos ativos acaba por elevar as garantias patrimoniais possibilitando um maior endividamento. “As expectativas de valorização dos preços dos ativos, num contexto de oferta inelástica, terminam por provocar uma “explosão” de preços, cuja continuidade é sustentada pela crescente atração de recursos da circulação industrial para a circulação financeira” (Coutinho & Belluzzo, 1996:133). A febre especulativa é reforçada com a confirmação dos ganhos de capital antecipados,

induzindo os agentes a novos aumentos de seus graus de exposição no mercado de ativos financeiros, o que favorece ainda mais a progressão do ciclo de valorização. Percebe-se, pois, que o ciclo de ativos tem papel importante na dinâmica econômica ao influenciar a propensão a consumir das famílias, a propensão ao endividamento das empresas e, desta forma, os gastos correntes.

Com relação à formação dos preços dos ativos, sua fixação é diferente daquela do nível geral de preços e não obedece a regras preestabelecidas. Segundo o manual de Costa (1998), enquanto o nível de preços da produção corrente baseia-se nos custos primários mais um *mark up*, o nível de preços dos ativos depende dos rendimentos esperados e inclui a incerteza, devendo refletir expectativas de ganhos futuros. Aglietta (1995) ressalta que estes preços são inflacionados até o momento em que os agentes apostarem que a valorização excederá a taxa de juros.

Outro ponto importante é que, num contexto de finanças liberalizadas, os ativos são comprados, de acordo com Carneiro (1999) e Aglietta (1995), numa perspectiva especulativa, ou seja, com o objetivo de realizar ganhos patrimoniais, o que somente é possível num ambiente financeiro desregulamentado e com mercados amplos, como é o caso dos Estados Unidos⁵³. Estes são adquiridos com o objetivo da realização de ganhos patrimoniais e não mais em função dos

⁵³ Para o sistema financeiro norte-americano, ver entre outros Henwood (1997), Guttman (1994), Cintra (1997a, 1997b,) Braga (1998) e o manual de Mishkin (1998).

rendimentos futuros que podem proporcionar⁵⁴. Neste momento, passa a existir uma relação *essencial* entre a taxa de juros e a expectativa de valorização dos ativos. É a partir da expectativa sobre se tal valorização excede ou será excedida pelos juros é que o mercado vai tornar-se comprador ou vendedor. Ademais, as variações de curto prazo no valor destes ativos ocorre de maneira independente da evolução dos fundamentos.

Pode-se depreender, como faz parte da literatura⁵⁵, que a recusa dos financiadores em continuar emprestando aos especuladores termina por interromper a expansão do ciclo de ativos. A reação dos bancos - frente à retração do valor dos ativos comprados a crédito, do crescimento das margens de endividamento das empresas e das famílias e da depreciação das garantias contratuais - é promover uma contração imediata do crédito (*credit crunch*), provocando ajustes recessivos por parte dos agentes. Como ressalta Aglietta (1995), na fase ascendente do ciclo há um forte crescimento das taxas de endividamento, com riscos sub-avaliados. Isto significa que parte das dívidas não poderão ser honradas. “É a revelação deste fato que precipita o ajuste recessivo” (Aglietta, 1995: 62). Para ele, a trajetória marcada por alta do preço dos ativos, aliada ao crescimento do crédito, é insustentável a longo prazo e é a causa estrutural da recessão que se segue.

⁵⁴ Ou como ressalta Carneiro (1999), os ativos não são adquiridos com o objetivo de produzir um fluxo de rendimentos que, capitalizados a taxa de juros corrente, supere o valor desembolsado inicialmente.

⁵⁵ Ver, entre outros, Aglietta (1995), Carneiro (1999), Coutinho & Belluzzo (1996 e 1998), Belluzzo (1997).

Frente à queda do crédito, o trabalho de Aglietta (1995:63) mostra que as famílias aumentarão a poupança, reduzindo o consumo, numa tentativa de restabelecer o valor de seu patrimônio. Desde logo, o comportamento das famílias (aliado ao das empresas, que reduzem os investimentos) faz com que o gasto corrente da economia seja reduzido e a recessão mantida. Quanto mais forte e mais inesperada for esta deflação, maior será o número de agentes envoltos em graves desequilíbrios patrimoniais podendo levar a estados generalizados de insolvência.

A fragilidade financeira, antes subestimada pela euforia do mercado, vem à tona. De acordo com Aglietta (1995), a euforia permitia o endividamento com grande parcela de risco sub-avaliada e, neste momento, os bancos têm consciência que parte desta dívida não poderá ser honrada. Com a queda dos preços das ações e títulos ocorre uma deterioração dos balanços das instituições bancárias. É a intensidade do *credit crunch* e o montante da redução do gasto dos agentes que determinarão o tamanho da recessão. A recuperação da economia ocorrerá quando os bancos voltarem a conceder crédito para a compra de ativos, fazendo seus preços subirem novamente. A duração da recessão, segundo o autor, está inteiramente ligada à eliminação da fragilidade financeira.

Quanto maior for a fragilidade financeira e quanto mais ela estiver encoberta, mais vulneráveis estarão os agentes a um choque súbito. Segundo Aglietta (1995:63), “nem o ponto de inflexão, nem a profundidade da recessão são determinados pelo passado. A reversão do ciclo é desencadeada por um acontecimento súbito ou

provocado⁵⁶.” A duração do ajuste recessivo dependerá da eliminação da fragilidade financeira⁵⁷. A experiência histórica atesta, contudo, a inevitabilidade desta reversão⁵⁸. O objetivo deste trabalho é analisar apenas a fase ascendente do ciclo de ativos.

2.3 – O efeito riqueza nos Estados Unidos nos anos 90

Alguns autores constataram empiricamente a existência do efeito riqueza nos Estados Unidos nos anos 90, nos moldes daquilo que é descrito nas análises de Aglietta (1995), Carneiro (1999) e Coutinho & Belluzzo (1996 e 1998). Entre os autores, Babeau & Sbrano (2003), Bertaut (2002), Edison & Slok (2001), Maki & Palumbo (2001), Case et al. (2001), Otoo (1999), Starr-McCluer (1998) e Boone et al. (1998) encontraram evidências, com base na análise dos dados da economia norte-americana nos anos 90, de que a propensão marginal a consumir do efeito riqueza varia de 0,03 a 0,07 por ano, ou seja, para cada dólar extra de riqueza que as famílias norte-americanas recebem pela alta da bolsa de valores, o consumo

⁵⁶ De acordo com Carneiro (1999), não há a rigor um teoria sobre a determinação do ponto de reversão, uma vez que há uma multiplicidade de fatores que a condicionam.

⁵⁷ Os preços dos ativos, segundo Aglietta (1995), deverão desvalorizar-se até o ponto no qual seja possível antecipar uma alta futura nas cotações. Se as autoridades intervierem para evitar uma baixa de preços, o ajuste recessivo é interrompido.

⁵⁸ Ver, por exemplo, o trabalho de Kindleberger (1978), que analisa as crises financeiras sob uma perspectiva histórica.

aumenta em algo entre US\$ 0,03 e US\$ 0,07. Outros autores, como Dynan & Maki (2001), encontraram valores mais elevados: um dólar adicional de riqueza induz as famílias a aumentar o consumo em algo entre US\$ 0,05 e US\$ 0,15. Segundo Greenspan (2000), as evidências sugerem que entre 3 a 4 centavos de cada dólar adicional de riqueza gerada pelo mercado acionário vai para o consumo.

“A clara elevação do consumo relativo à renda disponível nos últimos anos e a correspondente queda nas taxas de poupança são consistentes com o chamado efeito riqueza (op. cit. p. 2)”. Para Edison & Slok (2001), as dramáticas altas registradas pelas bolsas de valores dos EUA nos anos 90 aumentaram a riqueza financeira das famílias tanto em termos absolutos como relativos e, na medida em que as famílias ficaram mais ricas, elas passaram a consumir mais. Bertaut (2002) ressalta que a alta valorização da bolsa norte-americana na segunda metade dos anos 90 e a decorrente valorização da riqueza das famílias, associada a uma queda das taxas de poupança, sugerem que o efeito riqueza é um fator essencial para explicar as fortes taxas de crescimento econômico registradas pelo país no período.

Brenner (2003) e Maki (2000) destacam que a forte valorização das ações facilitou o acesso das famílias ao crédito, nos moldes do que é descrito por Aglietta (1995), Countinho & Belluzo (1998) e Carneiro (1999). “Com base na extraordinária apreciação de seus ativos, as pessoas físicas concluíram possuir recursos para reduzir a poupança e fazer uso de empréstimos a um grau antes inconcebível (Brenner 2003: 254)”. Maki & Palumbo (2001) encontraram evidências empíricas

de que a taxa de poupança teve queda mais acentuada, depois de 1995, justamente naquelas famílias em que as ações eram parte importante do portfólio. “Isto sugere a existência de uma ligação direta entre a valorização das ações e o aumento nos gastos (op. cit. p. 3)”.

Segundo um levantamento do FMI⁵⁹, na medida em que o valor de mercado das ações afeta a capacidade de empréstimo das famílias para financiar o consumo corrente, a flutuação das cotações destes ativos têm um impacto ulterior no consumo agregado. “Os preços mais altos dos ativos aumentam a riqueza dos agentes, o que acaba por elevar a confiança dos consumidores e empresas e conduzir a um aumento no gasto (op. cit. p. 96)”, exatamente como descrito no item anterior.

O mesmo estudo destaca que o efeito riqueza parece ser muito mais evidente nos Estados Unidos (em comparação com outros países desenvolvidos), dada a maior participação das ações no portfólio das famílias, como veremos a seguir. Na Itália e na França, por exemplo, as análises não encontraram indícios de um efeito riqueza nos moldes do verificado nos EUA; em outros países, como Holanda, Canadá, Japão e Reino Unido, foi constatado a existência do efeito riqueza, mas em montante bem menor que na economia norte-americana. “Isto parece refletir uma menor participação das ações relativa a outros ativos financeiros nestas economias” (op. cit. p. 98). Boone, Giorno & Richardson (1998) concluíram que o

⁵⁹ World Economic Outlook, maio de 2000.

efeito riqueza em países não anglo-saxônicos é perto de um terço menor do que naqueles (Canadá, Inglaterra e EUA)⁶⁰.

As estimativas de Boone et al. (1998) mostram que uma queda de 10% na bolsa de valores leva a uma queda no consumo que varia de 0,45% a 0,75% nos EUA, número mais elevado que no Canadá e Reino Unido, países em que as estimativas sugerem uma redução de, no máximo, 0,45% e, menor ainda considerando os países do G7 como um todo, onde a redução poderia chegar a apenas 0,20%. De acordo com Edison & Slok (2001), nos Estados Unidos, 50% da população tinha ações em 2000 (contra 30% em 1990), seja na forma direta, seja via fundos mútuos ou planos de aposentadoria. Na França, perto de 12% da população tinha ações naquele ano (pouco menos que em 1990, quando 13% possuía investimentos em renda variável). Outro exemplo é a Alemanha, onde apenas 16% das pessoas tinham ações em 2000 (em 1990, eram 6%).

Segundo Babeau & Sbrano (2003), considerando apenas a porcentagem de ações detidas diretamente pelas famílias (ou seja, em papéis, e não na forma de fundos mútuos ou planos de aposentadoria), as participações são bem diferentes. Nos Estados Unidos, elas respondiam por 33,1% da riqueza financeira no ano de 2000; na Europa⁶¹, por 21,3%, e no Japão, por 8,3%. Considerando os fundos mútuos,

⁶⁰ A capitalização do mercado nos Estados Unidos é de 140% do PIB. Em comparação, no Reino Unido é de 189%, na Alemanha, de 0,65%, na França, de 103%, mesma porcentagem do Canadá (Edison & Slok, 2001).

⁶¹ Itália, França, Alemanha, Holanda, Espanha e Reino Unido.

as participações são ainda mais discrepantes: 46% nos Estados Unidos, 30,8% na Europa e 10,7% no Japão, também em 2000.

O próximo item mostra a evolução dos portfólios das famílias norte-americanas.

2.4 – Os portfólios das famílias norte-americanas

Antes de prosseguirmos com a descrição dos portfólios das famílias norte-americanas, cabe um pequeno parêntese para uma explicação sobre os dados disponíveis e utilizados. Os Estados Unidos têm três fontes principais de dados sobre o portfólio das famílias: a *Survey of Consumer Finance*, que é realizada a cada três anos desde 1983 pelo Federal Reserve e tem informações detalhadas sobre os ativos, passivos e a renda das famílias coletadas a partir de entrevistas com 3 mil delas em todos os Estados Unidos (além de mais 1.500 entrevistas com as famílias que estão no topo da pirâmide de distribuição de renda); o último ano da década de 90 com dados disponíveis deste levantamento é 1998. O FED tem ainda o *Flow of Funds*, com dados anuais agregados sobre o portfólio das famílias (ativos e passivos) desde 1965. Outra fonte de dados é o *The Panel Study of*

Income Dynamics que incluiu dados sobre riqueza financeira das famílias desde 1984. O último levantamento para a década de 90 é do ano de 1999⁶².

O trabalho de Poterba (2001) é um dos mais completos sobre os ativos detidos pelas famílias dos EUA. O autor analisa as mudanças nas carteiras das famílias entre 1989/1998. Além dele, outros dois trabalhos relevantes são o de Bertaut & Starr-McCluer (2000), que analisa as mesmas mudanças, mais em um período maior, 1983/1998, e o de Babeau & Sbrano (2003), que inclui na análise dados de 2000. Para mostrarmos a composição do portfólio dos norte-americanos, usaremos ainda, entre outros autores, os trabalhos de Banks et al. (2002), Case et al. (2001) e Carroll (2000).

2.4.1 – Os norte-americanos e as ações

Nos anos 90, de acordo com Poterba (2001), o número de norte-americanos que detém ações (de alguma forma) aumentou 60%. Em dez anos, o mercado acionário ganhou 30 milhões de investidores (seja via direta ou via fundos mútuos e planos de aposentadoria). As estimativas são de que 84 milhões de norte-

⁶² Para uma explicação mais detalhadas sobre estas três fontes de dados ver Bank et al. (2002), Bertaut & Starr-McCluer (2000), Poterba (2001) e Case et al. (2001).

americanos aplicavam em renda variável no final da década⁶³ (em 1989, por exemplo, eram 52,5 milhões). Segundo o autor, este aumento foi de proporções muito maior do que em qualquer outro período do pós-guerra.

Os dados mostram que o número de pessoas que detinham ações diretamente caiu entre 1989 e 1995, mas aumentou significativamente entre 1995 e 1998, segundo os últimos dados disponíveis para a década passada. Apenas neste último período, 8,2 milhões de pessoas compraram ações diretamente, como pode ser observado na tabela abaixo.

Boa parte dos norte-americanos, contudo, preferiu entrar no mercado acionário via fundos mútuos. Entre 1989 e 1998, o número de indivíduos que possuíam essas aplicações saltou de 9,4 milhões para 26,8 milhões. Outra forma de as pessoas aplicarem em ações foi por meio dos planos de aposentadoria. Nos Estados Unidos, há os Individual Retirement Accounts (IRAs) e os planos complementares de aposentadoria, entre eles os planos 401(k) e os 403(b), que permitem dedução do imposto de renda⁶⁴ Esta forma de investimento em ações registrou crescimento expressivos nos anos 90. O número de indivíduos com estes planos saltou de 15,1 milhões em 1989 para 33,9 milhões em 1998.

⁶³ Em 1993, apenas 19% das famílias tinham ações e, deste total, 50% tinham apenas um papel; apenas 4% delas tinham mais de cinco papéis.

⁶⁴ Para uma explicação detalhada destes planos ver o manual de Mishkin (1998).

Tabela 2.1

Número de indivíduos no mercado acionário dos EUA
(1989/1998)

Forma de detenção da ação	Número de indivíduos (em milhões de pessoas)			
	1989	1992	1995	1998
Direta	27,0	27,5	25,6	33,8
Fundos Mútuos	9,4	13,7	19,4	26,8
Planos de aposentadoria*	46,4	63,4	91,8	133,5
Planos de aposentadoria (contribuição definida)**	15,8	15,8	18,5	15,3
Qualquer forma***	52,5	60,4	68,7	84,0

Fonte: Elaborado a partir de dados de Poterba (2001)

*inclui Individual Retirement Accounts (IRAs): 401(k), 403(b) ou SRA.

** excluindo os 401(k) e 403(b).

*** pessoas que detêm ações de alguma das formas: fundos, diretamente ou via planos de aposentadoria.

Quando a análise é feita por idade, a faixa etária que se estende entre os 45 e os 54 anos é aquela com a maior probabilidade de se encontrar um acionista: 61,5% (seja diretamente ou via fundos mútuos e planos de aposentadoria) – em 1989 eram 44,1%. Entre aqueles com mais de 65 anos, a probabilidade de possuir ações de alguma forma é de 35%. Na faixa etária entre 35 e 44 anos, o número era de 60,3% em 1998. Entre os mais jovens, na faixa de 21 a 34 anos, a probabilidade de se encontrar um acionista é de 45,8%, número maior que em 1989, quando era de 28,5%⁶⁵.

⁶⁵ Bertaut & Starr-McCluer (2000) não encontraram evidências de que a possibilidade de aplicar em ações varie com a idade. Os autores também concluíram que indivíduos casados têm mais

Quando se procura ver quem aplica em ações nos Estados Unidos do ponto de vista de grau de instrução, os resultados não fogem ao esperado. As maiores probabilidades de se encontrar um acionistas estão entre as pessoas com grau universitário e com pós-graduação. Assim, entre as pessoas com curso superior, a probabilidade é de 69,2% aplicarem em ações de alguma forma (em 1989 era 57,9%); já entre aquelas com pós-graduação, a probabilidade sobe para 76,6% (frente a 64,2% em 1989). Em comparação, entre aqueles que não têm segundo grau, o número cai para apenas 19,9% (12,4% em 1989), de acordo com dados de Poterba (2001).

Com relação ao final da década, Banks et al. (2002) mostram que em 1999, 40% das famílias norte-americanas tinham ações diretamente. Como pode ser observado na tabela abaixo, esta porcentagem é quase o dobro do que era em 1984, quando 24,8% das famílias aplicavam em ações. Pela tabela pode-se observar que o número de famílias que compram ações diretamente aumentou em todas as faixas de idade, embora a maior parte das famílias que adquirem ações esteja concentrada na faixa entre 50/59 anos, com 48,6%.

probabilidade de ter ações; outra descoberta é que famílias que têm mulheres como chefes têm maior probabilidade de ter ações em seus portfólios.

Tabela 2.2

As famílias detentoras de ações
(proporção em %, de 1984/1999)

Idade	1984	1989	1994	1999
20-29	14,4	16,0	18,8	23,0
30-39	26,2	25,8	31,0	35,0
40-49	30,6	35,8	40,9	41,2
50-59	34,0	37,4	47,3	48,6
60-69	28,8	33,6	41,6	45,6
70 ou +	20,8	24,7	27,1	39,9
Média	24,8	27,9	34,1	39,8

Fonte: reproduzido de Banks et al. (2002)

Antes de analisarmos mais detalhadamente a composição do portfólio das famílias norte-americanas cabem mais dois pontos. A análise por raça e por nível de renda. A pesquisa trianual do FED classifica as pessoas em ‘brancos’ e ‘não-brancos’. Assim, em 1998, a probabilidade de encontrar acionistas entre os ‘brancos’ era de 57%, em 1995 era de 48% e em 1989 era 41,6%. Entre os ‘não-brancos’, a probabilidade de encontrar acionistas era de 32,7% em 1998, quase o dobro do que era em 1989, quando estava em 15,5% (em 1995, eram 28,2%).

Henwood (1997) destaca a concentração entre as famílias que investem em ações. A maioria absoluta das famílias com ações é formada por brancos norte-americanos. Famílias de negros e hispânicos respondiam por apenas 6% do total

de investidores. Para Bertaut & Starr-McCluer (2000), o fato de poucos hispânicos e não-brancos terem ações nos Estados Unidos é um indicativo do maior nível de incerteza sobre a estabilidade no emprego e do nível futuro de renda destas pessoas, além do acesso desigual que elas têm ao crédito.

Por fim, a análise pelo nível de renda mostra que quanto maior a renda, maior a probabilidade de se encontrar acionistas. Esta probabilidade sobe, segundo Poterba (2001), de 18% nas famílias com renda menor do que US\$ 25 mil/ano, para 93,3% entre as famílias com renda anual acima de US\$ 250 mil, como pode ser visto na tabela a seguir. Carroll (2000) destaca que a principal diferença entre os portfólios dos ricos e do resto da população é a maior proporção, no caso dos primeiros, dos ativos de maior risco, beirando os 80%, em média (enquanto no resto da população chega em média a 40%).

De acordo com Poterba (2001), apesar de as famílias de maior renda terem mais ações, o aumento mais intenso nas compras destes ativos nos anos 90 aconteceu na classe média, entre aquelas pessoas com mais de US\$ 25 mil ano e menos de US\$ 75 mil/ano.

Segundo Henwood (1997), o topo da pirâmide, ou seja, os 1% mais ricos (perto de 2 milhões de pessoas), detinham 39% das ações em poder das famílias em meados da década passada. A tabela abaixo, elaborada a partir dos números de Poterba (2001), mostra justamente que a maior probabilidade de se encontrar um acionista está nas famílias com maior nível de renda, como dito anteriormente.

Entre as famílias com renda anual acima de US\$ 250 mil, a probabilidade de se encontrar um acionista passou de 71,7% para 84,5% entre 1989 e 1998. Já entre as famílias com renda anual menor que US\$ 25 mil, a probabilidade de se encontrar um acionista era de apenas 18,8% em 1998, mesmo assim, o número é o dobro do que era em 1989.

Tabela 2.3

Os detentores de ações por nível de renda*
(probabilidade, em %, de se encontrar um acionista)

Ano	< 25 mil	25-50 mil	50-75 mil	75-100 mil	100-250 mil	> 250 mil
1989	6,5	15,4	25,5	39,8	57,8	71,7
1992	7,7	18,3	29,7	43,0	56,3	70,7
1995	8,2	21,3	32,8	43,2	58,3	62,1
1998	10,5	25,0	38,1	44,9	70,8	84,5

Fonte: elaborada a partir de dados de Poterba (2001)

* renda anual (primeira linha) em dólares de 1998.

Carroll (2000) encontrou duas mudanças substanciais no portfólio das famílias norte-americanas ricas⁶⁶ em uma análise desde 1963 até meados da década de 90. Uma delas é a queda no número de famílias ricas que detêm ações diretamente. Em 1964, eram 84%, caindo para 65% em 1995; por outro lado, o número destas famílias que passou a aplicar em ações via fundos mútuos subiu

⁶⁶ O autor não define qual o critério para uma família ser considerada rica.

de 24% para 45%. Outra mudança foi o aumento do número de famílias que passou a comprar os planos de aposentadoria, que subiu de 10,1% para 78,6%, no mesmo período.

A tabela abaixo mostra as características médias das famílias norte-americanas que possuem ações em dois períodos diferentes, 1989 e 1998, sintetizando os pontos ditos anteriormente. Em 1989, 29,4 milhões de famílias norte-americanas tinham ações, número que subiu para 50,1 milhões em 1998, dos quais a idade média do chefe da família é de 47,9 anos, e 46,8% deles tinham grau universitário. Outro número, como já mostrado acima, é que os 5% mais ricos tinham 66,9% das ações detidas pelas famílias em 1998⁶⁷.

Tabela 2.4
Características das famílias com ações

	1989	1998
Idade média (em anos)	48,9	47,9
Nível educacional do chefe da família (em %)		
Menos que o segundo grau	7,7	8,4
Segundo Grau	45,3	44,7
Universitário	47,0	46,8
Renda média (em US\$ mil/ano)*	58,3	53,1

⁶⁷ O levantamento do FED de 1992 mostra que a concentração também era elevada: os 0,5% das famílias mais ricas que possuíam ações tinham 58,6% dos papéis em poder das famílias. Os 5% mais ricos tinham 94,5% das ações na mão das famílias (ver Henwood, 1997: 67).

Riqueza líquida média (em US\$ mil)*	184,3	156,1
% do total das ações detidas pelas famílias na mão dos 5% mais ricos	65,5	66,9
% das famílias que têm ações de apenas uma empresa	14,6	4,5
Famílias acionistas (em milhões)	29,4	50,1

Fonte: elaborado a partir de Bertaut & Starr-McClauer (2000)

* dólares de 1998.

Em resumo, como mostrado por Banks et al. (2002: 5), “tanto a riqueza líquida, quando a riqueza financeira são distribuídas de forma bastante desigual nos Estados Unidos.” Segundo os cálculos de Brenner (2003), os 20% mais ricos possuem entre 96% e 98% das ações. Para concluir, os norte-americanos que têm ações são, em sua maioria, brancos, com grau universitário, estão entre os com maior renda e estão na meia idade. Vamos agora analisar como são as carteiras das famílias norte-americanas.

2.4.2 – A composição dos portfólios

A participação dos ativos financeiros no portfólio das famílias norte-americanas oscilou, historicamente, em torno de 60%, como pode ser observado na tabela abaixo. Mas na segunda metade da década de 90, estes ativos passaram a

responder por montantes próximos a 70%. Em 1999, por exemplo, os ativos financeiros já equivaliam a 71,1% do total de ativo das famílias. Os números do FED mostram que, naquele ano, os ativos totais das famílias chegaram a US\$ 49,2 trilhões, enquanto os ativos financeiros eram de US\$ 34,1 trilhões. O trabalho de Babeau & Sbrano (2003) mostra que a riqueza financeira *per capita* nos Estados Unidos subiu de US\$ 72 mil em 1995 para US\$ 103 mil em 2000⁶⁸. De acordo com os autores, o crescimento anual desta riqueza oscilou entre 6% e 7% ao ano entre 1995 e 2000.

Tabela 2.5

Os ativos financeiros nos ativos das famílias (1965/2000)
(em US\$ trilhões*)

Ano	Ativos totais	Ativos Financeiros	% dos ativos finan nos ativos totais
1965	2,9	1,9	65,5
1970	3,9	2,6	66,6
1975	5,9	3,7	62,7
1980	11,0	6,6	60,0
1985	16,6	10,3	62,0
1990	24,1	14,8	61,4
1995	32,6	21,6	66,2

⁶⁸ Os autores usam valores em euros, mas a taxa de câmbio para estes períodos oscilava próxima a paridade de um por um. Apenas a título de comparação, na Europa, a riqueza financeira *per capita* era de 49,3 mil euros em 2000; em 1995 era de 33,3 mil.

1996	35,5	24,0	67,6
1997	39,6	27,5	69,4
1998	43,5	30,4	70,0
1999	49,1	34,9	71,1
2000	49,2	33,7	68,4

Fonte: Federal Reserve Flow of Funds

* dólares correntes; valores em final de período.

A composição da riqueza financeira do portfólio das famílias norte-americanas, segundo Bertaut & Starr-McCluer (2000), mudou consideravelmente nos últimos anos da década de 90, com o declínio da importância dos depósitos de poupança e títulos de renda fixa e o aumento considerável da participação das ações, fundos mútuos e planos de aposentadorias. Basicamente, os ativos financeiros são compostos de oito itens, de acordo com a terminologia usada pelo FED: depósitos, fundos *money market*, *securities* e outros títulos de renda fixa, ações, fundos mútuos, seguro de vida, planos de aposentadoria e “outros”.

A tabela abaixo, elaborada com base em Babeau & Sbrano (2003), mostra esta composição em dois períodos: 1995 e 2000. Segundo os autores, a maior parte dos norte-americanos têm três ativos financeiros – conta bancária, poupança e/ou fundo de pensão, fundo mútuo ou ações diretamente. Perto de 7% das famílias não têm nenhum ativo financeiro e 25% delas têm, no mínimo, cinco ativos financeiros.

Tabela 2.6

A composição da riqueza financeira das
famílias norte-americanas
(em % - 1995/2000)

Ativo	1995	2000
Depósitos	14,1	11,1
Fundos <i>Money Market</i>	2,2	3,1
<i>Securities</i> e renda fixa	9,4	6,4
Ações	32,0	33,1
Fundos Mútuos	9,6	12,9
Seguro de vida	7,1	7,1
Planos de aposentad.	23,4	23,8
Outros	2,3	2,5
Total	100	100

Fonte: Reproduzido de Babeau & Sbrano (2003).

Antes de prosseguirmos, cabe mencionar a participação dos ativos imobiliários no portfólio das famílias, de acordo com a análise de Babeau & Sbrano (2003). A participação destes ativos na patrimônio delas caiu de 29,1% para 27,7% entre 1995 e 2000. Apenas a título de comparação, na Europa, a participação caiu de 50% para 47% no mesmo período (e no Japão de 47% para 44%). O valor dos ativos imobiliários *por família* entre 1995 e 2000 subiu de US\$ 78,3 mil para US\$ 103,7 mil.

Voltando aos ativos financeiros, os dados da tabela acima mostram que, entre 1995 e 2000, a participação das ações entre estes ativos saltou de 32% para 33,1%, o mesmo acontecendo com os fundos mútuos, que saltaram de 9,6% para 12,9%. Em última instância, de acordo com Coutinho & Belluzzo (1998), como estes ativos financeiros representam direito de propriedade sobre o capital em funções ou direitos sobre a renda futura por eles gerada, “é inescapável concluir que ocorreu nos últimos anos uma notável inflação dos ativos financeiros.”

Case et al. (2001) destacam que o total de ações no patrimônio das famílias (seja diretamente, seja via fundos mútuos ou fundos de pensão) passou de US\$ 2 trilhões em 1982 para US\$ 18 trilhões em 1999, mas o período que vai de 1995 a 1999 foi responsável pela maior parte deste crescimento. Assim, entre 1982 e 1995, o aumento na riqueza financeira foi de US\$ 7,5 trilhões; mas apenas no período 1995/1999, ela cresceu US\$ 8,4 trilhões.

Dentro da indústria de fundos mútuos, como destacam Bertaut & Starr-McClauer (2000), houve um aumento significativo da participação das carteiras que só aplicam em ações (os *equity funds*): cresceram de 60,7% em 1995 para 77,4% em 2000 (em 1985, era de 45%). Entre 1995/2000, a participação dos fundos que compram apenas títulos de renda fixa caiu de 29,1% para 15,8%. Assim, como destacam os autores, os fundos mútuos consolidaram-se como uma alternativa de entrada no mercado acionário norte-americano⁶⁹.

⁶⁹ Entre janeiro de 1996 e janeiro de 1998, 936 novos fundos de ações foram lançados nos Estados Unidos, segundo dados da Investment Company Institute (ICI).

Antes de prosseguirmos, cabe um parêntese sobre a contribuição da indústria de fundos mútuos dos EUA para o desenvolvimento do mercado acionário. Greenspan (1998) destaca esta importância. “O crescimento dos fundos mútuos (...) permitiu a indivíduos das classes mais baixas participar do pungente mercado acionário. Neste contexto, as pessoas com renda menor ficaram mais propensas a comprar ações do que uma década atrás (op. cit. 3)”. Entre os fundos, por exemplo, as corretoras e bancos aceitavam aplicações por quantias muito baixas, em torno de US\$ 50⁷⁰. Os números da tabela abaixo mostram que as aplicações das famílias nos fundos mútuos cresceram significativamente. Passaram de US\$ 34,4 bilhões em 1965 para US\$ 197,9 bilhões vinte anos depois. No início dos anos 90, estavam em US\$ 456 bilhões mas, a partir de 1995, começaram a crescer aceleradamente e chegaram ao final da década aos US\$ 3,175 trilhões.

Tabela 2.7

**Evolução das aplicações das famílias em fundos mútuos
(em US\$ bilhões* – 1965/1999)**

1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999
34,4	40,4	34,4	45,6	197,9	456,6	1.158	1.511	1.982	2.447	3.175

Fonte: Federal Reserve Flow of Funds

*dólares correntes; valores em final de período.

⁷⁰ Além disso, como destaca a *The Economist* (15/01/2002), nos anos 90, muitas administradoras de recursos de terceiros, como a Scudder, Stevens & Clark, começaram a vender estas carteiras diretamente para as pessoas, sem cobrar comissão inicial, o que atraiu muitos pequenos investidores.

No final da década de 90, segundo Mishkin (1998), mais de 70% dos recursos dos fundos mútuos estavam investidos em ações e mais de 50% das famílias norte-americanas aplicavam em fundos mútuos. Em 1980, menos de 6% das famílias tinham este tipo de investimento. Em 1995, de acordo com Henwood (1997), havia 7.631 fundos mútuos (contra 4.783 em 1990 e apenas 564 em 1980), ou seja, o número destas aplicações superava a quantidade de ações negociadas na Bolsa de Nova York e na Nasdaq – no final da década o número de carteiras se aproximava da casa dos 10 mil. Para o autor, estas aplicações ainda estariam crescendo na mesma taxa que cresceram entre os anos 60 a 80 – 11% ao ano, em média – não fosse o interesse das famílias por aplicar em ações num contexto de forte valorização dos papéis. Nos anos 90, a taxa de crescimento dos fundos foi o triplo da média histórica.

Poterba (2001) também destaca a contribuição dos fundos mútuos para o mercado acionário. “A rápida expansão do mercado de fundos de ações nos anos 90 ofereceu a potenciais investidores uma maior oportunidade de possuir uma carteira de ações mais diversificada (op. cit. p. 7)”. Considerando as carteiras que aplicam somente em ações, em 1989, havia 1.069 delas. Dez anos depois, o número era quase quatro vezes mais, de 3.952 fundos, segundo dados do autor⁷¹.

Além da contribuição dos fundos mútuos para um maior acesso ao mercado acionário, como destacado acima, Edison & Slok (2001) e Liang & Weisbenner

⁷¹ O autor também destaca que a forte publicidade sobre a atratividade dos fundos de ações na mídia norte-americana também ajudou a trazer mais aplicadores para estas carteiras.

(2002) acrescentam o aumento dos incentivos pagos pelas grandes empresas para os empregados na forma de ações (*stock options*) na segunda metade da década passada. Para os primeiros autores, isto foi, em última instância, um potencializador do efeito riqueza. Com o *boom* no mercado acionário, muitas firmas decidiram pagar incentivos a seus funcionários em ações (além dos tradicionais em dinheiro e bônus). “Como resultado, uma mudança no preço das ações muda não apenas a riqueza das famílias, mas também sua renda⁷²”. Em 1996, as *stock options*⁷³ tinham uma participação de 15,3% no salário base dos funcionários, saltando para 19,3% dois anos depois, segundo os autores.

Liang & Weisbenner (2002) mostram que na segunda metade dos anos 90 houve uma desconcentração na concessão de *stock options*, ou seja, as empresas (especialmente as do setor de tecnologia) passaram a oferecer este benefício não apenas para os altos executivos (diretoria e presidência), como era a prática nos períodos anteriores, mas para todos os funcionários⁷⁴. Os autores mostram que o valor das *stock options* oferecidas para cada empregado de gerência média (considerando todas as empresas do S&P 1500) aumentou de US\$ 879 em 1996 para US\$ 2.159 em 1999⁷⁵. Entre as empresas, nas companhias do setor de tecnologia, o aumento foi ainda maior: elas pagavam US\$ 2.290 para cada

⁷² Edison & Slok (2001: 9)

⁷³ Ver Greenspan (2002) e Liang & Weisbenner (2002) para mais detalhes sobre este tipo de benefício.

⁷⁴ Em 1999, 10% das empresas ofereciam este benefício para todos os funcionários; 75% para altos executivos e gerentes e 15% apenas para altos executivos (Liang & Weisbenner, 2002).

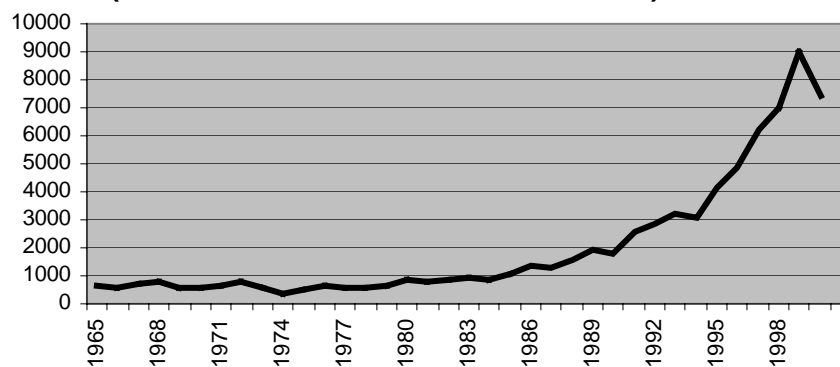
empregado em 1996, subindo para US\$ 3.306 no ano seguinte e para US\$ 5.811 em 1999; as que não pertenciam ao setor de tecnologia pagavam valores menores: US\$ 792 em 1996, US\$ 1.116 no ano seguinte e US\$ 1.667 em 1999.

A compra de ações diretamente pelas famílias também aumentou significativamente nos últimos anos, conforme pode ser observado no gráfico abaixo. Os trabalhos de Poterba (2001), Edison & Slok (2001), Babeau & Sbrano (2003), Carroll (2000) destacam esta evolução. Em 1965, as famílias norte-americanas tinham US\$ 616 bilhões aplicados diretamente em ações. Em 1985 o número chegou a casa de US\$ 1 trilhão; em 1990 estava em US\$ 1,7 trilhão. Em 1995, o valor, como pode ser observado no gráfico, já era quase o dobro deste montante e em 1999 estava em US\$ 9 trilhões, segundo os dados do FED.

⁷⁵ Mais de 50% das empresas, segundo Liang & Weisbenner, pagam as *stock options* apenas uma vez por ano; 80% delas pagam uma ou duas vezes ao ano.

Gráfico 2.1

Evolução das compras diretas em ações (1965/2000)
(em US\$ bilhões - dólares correntes)



Fonte: Federal Reserve Flow of Funds

Outro dado destacado pelos autores é o aumento da participação das ações dentro dos ativos financeiros no portfólio das famílias. Em 1965, era de 35%, mas na década de 70 e 80 oscilou em torno de 20%. A partir da década de 90, a participação, como pode ser observado na tabela abaixo ultrapassou os 30% e em 1999 chegou a 50%.

Tabela 2.8

A participação das aplicações em ações em relação aos ativos financeiros e aos ativos totais
(em % – 1965/1999)

	1965	1970	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999
Ativos Totais	23,9	19,7	12,2	12,1	13,0	23,3	25,8	29,8	31,5	35,1
Ativos Financei.	35,0	30,3	20,2	20,0	21,1	35,2	38,2	42,9	45,0	49,3

Fonte: Federal Reserve Flow of Funds

Por fim, participação das ações em relação à renda pessoal disponível também foi crescente nos últimos anos, como enfatizado por Papadimitriou et al. (2002). Segundo um estudo da *The Economist*⁷⁶ em meados da década de 90, as famílias possuíam ações em valor equivalente a 165% de sua renda disponível - chegando a 180% em 1999.

Antes de prosseguirmos, cabe um parêntese para destacar o aumento da participação das ações no patrimônio das famílias via fundos de pensão ou planos de aposentadoria, como discutido em Poterba (2001), Bertaut & Starr-McCluer (2000), e Babeau & Sbrano (2003). Há basicamente três tipos de fundos nos EUA que garantem recursos para quando o investidor se aposentar: os fundos de pensão (fechados), os planos de contribuição definida e os planos de benefícios

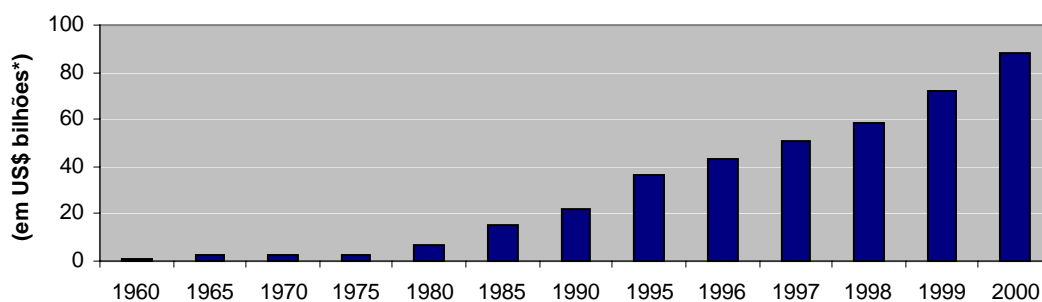
⁷⁶ 30 de janeiro de 2001.

definidos. Todos estes produtos, segundo o manual de Mishkin (1998), podem ter ações em suas carteiras. A participação destes fundos no portfólio das famílias aumentou de 31% em 1983 para 48% em 1998, segundo Babeau & Sbanco.

Um dado interessante é a análise dos gastos das famílias norte-americanas com as taxas de corretagem e com consultores de investimento, com pode ser observado no gráfico abaixo. O crescimento foi considerável sobretudo a partir de 1995. Entre este ano e 2000, o aumento nestas despesas foi de 142%, passando de US\$ 36,5 bilhões para US\$ 88,4 bilhões. Em 1960, estes gastos eram de US\$ 1,2 bilhões, de acordo com dados do Bureau of Economic Analysis (BEA).

Gráfico 2.2

**Os gastos pessoais com corretagem e com consultores
(1960/2000)**



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)

* valores em dólares de 2001.

O que teria levado ao aumento do interesse das famílias pelas ações nos anos 90? A literatura encontra algumas aplicações, que mostraremos a seguir. Na avaliação de Babeau & Sbrano (2003), a própria alta dos papéis na bolsa atraía mais gente para este tipo de investimento. Neste sentido, muitas pessoas compravam ações apenas por motivos especulativos. Bertaut & Starr-McCluer (2000) também destacam este ponto. Poterba (2001) argumenta que, além da rápida expansão do setor de fundos mútuos, a internet facilitou o acesso dos investidores às ações. As corretoras e os bancos criaram websites que permitiam aos usuários a compra e venda de ações de todas as empresas listadas na NYSE e na Nasdaq em apenas alguns segundos, ou ainda a possibilidade de aplicar em fundos mútuos pela web.

Babeau & Sbrano (2000) também destacam que a internet, além de facilitar o acesso das pessoas às ações, pelas aplicações on-lines, aumentou o acesso a informações sobre o mercado. Em 1995, a corretora Charles Schwab – que já existia no mundo real desde o início dos anos 70 – inaugurou seu portal na internet. Em apenas dois anos, o número de contas abertas no site da empresa cresceu de 600 mil para 2,2 milhões, segundo dados da própria corretora. Os ativos dos investidores quadruplicaram, saltando de US\$ 42 bilhões para US\$ 174 bilhões. A Charles Schwab tornou-se a maior corretora virtual do mundo, alcançando no final da década, a marca de US\$ 330 bilhões de ativos vindos apenas das transações on-lines.

Brenner (1998 e 2003) argumenta que a recuperação das taxas de lucro das empresas a partir de meados dos anos 80 abriu espaço para a recuperação da economia no início dos anos 90. No raciocínio do autor, o *boom*, que se iniciou a partir de 1992, abriu caminho para a bolha no mercado acionário, que antecipava os lucros futuros das empresas. A alta das ações, por sua vez, atraía investidores com a valorização cada vez maior dos papéis e impulsionou, a partir da segunda metade da década, o crescimento da economia, via aumento do consumo, neste momento, a bolha impulsiona o *boom*.

O manual de Mishkin (1998) destaca que a intensificação da concorrência levou as corretoras a oferecerem uma série de serviços e produtos, tornando o mercado de ações mais acessível aos agentes. Entre esses produtos e serviços, as corretoras ofereciam “margens de crédito”, que consistem em um adiantamento de empréstimos para ajudar os investidores a comprar ações sem perder o *timing*. A corretora Merrill Lynch, por exemplo, passou a oferecer, como destaca o autor, o *Cash Management Account (CMA)*, que consiste em um pacote de produtos financeiros: empréstimos automáticos, conta corrente, caixa eletrônico, cartão de crédito e de débito, etc. Mas o mais importante é que o CMA permite que a compra de ações seja debitada diretamente na conta corrente do usuário.

Já para Shiller (2000), a influência da mídia nas decisões de compra das ações das famílias foi crescente na década passada. Com as altas expressivas dos papéis, alguns com valorização superior a 1000% em um único ano, ganhando as principais páginas dos jornais, revistas e programas de TV, o autor destaca que o

impulso inicial de muitas famílias foi procurar estes papéis. Para Shiller, grandes desvios especulativos são causados quando há coincidência de opinião entre um grande número de pessoas e a imprensa é um dos principais fatores de difusão de idéias e homogeneização de opiniões. Assim, quando um programa de TV exhibe um grupo de professoras aposentadas da Califórnia que ficaram milionárias comprando ações de empresas de tecnologia na Nasdaq, mais pessoas ficam interessadas em fazer este mesmo tipo de coisa. “A imprensa tende a criar a opinião de algo extraordinário está em andamento (op. cit. p. 30)”.

Por fim, o autor argumenta que a queda nos custos de transação com as ações também atraiu mais investidores para o mercado acionário⁷⁷. Segundo ele, em 1975, a SEC passou a exigir taxas de corretagem mais competitivas, o que provocou uma queda imediata nas comissões cobradas pelos corretores. Nos anos seguintes, mudanças tecnológicas apareceram. Em 1985, por exemplo, a Nasdaq introduziu o Sistema de Execução de Ordens Pequenas (*Small Order Execution System*). Em 1995, a SEC baixou outro conjunto de medidas para baixar as taxas de corretagem, que caíram ainda mais.

Nos próximos itens, analisamos o aumento das dívidas das famílias e o aumento do consumo.

⁷⁷ Poterba (2001) e Babeau & Sbrano (2000) também destacam a importância da queda dos custos nas transações como forma de atrair mais pessoas para o mercado. Os últimos autores destacam

2.5 – O aumento do endividamento e da riqueza líquida

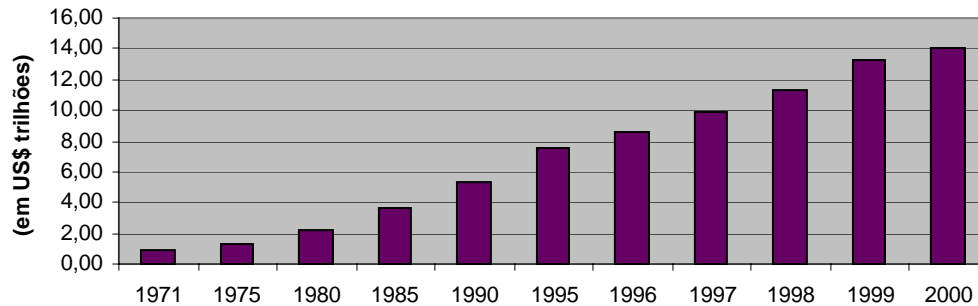
As flutuações nos preços das ações afetam o tamanho da riqueza das famílias, afetando sua disposição ao gasto. O efeito riqueza, criado pela expressiva valorização das ações, como analisado anteriormente, acaba por impulsionar o gasto em consumo e, pela primeira vez desde 1933, a taxa de poupança das famílias (renda disponível menos gastos) tornou-se negativa. As famílias não hesitaram em contrair dívidas para financiar novos gastos, amparadas pela perspectiva de alta ainda maior dos preços das ações e num contexto de grande oferta de crédito pelas instituições financeiras. O endividamento pessoal, que no início da década era de 95% da renda disponível chegou ao nível recorde de 165% no primeiro trimestre de 2000, segundo Godley (2000).

Segundo dados do FED, o volume de crédito para o setor privado quase dobrou entre 1995 e 2000, passando de US\$ 7,57 trilhões para US\$ 14,06 trilhões, como pode ser observado no gráfico abaixo. Lipsky & Glassman (2003) acrescentam que a política de baixa taxas de juros do FED estimulou ainda mais a demanda por crédito. No final da década passada, as taxas nominais chegaram aos menores níveis dos últimos 40 anos (veja tabela 1.4 no capítulo 1). A partir de 1999, as taxas reais chegaram próximas de zero.

ainda a queda nos custos para a obtenção de informação, sobretudo após popularização da

Gráfico 2.3

Evolução do crédito para o setor privado (1971/2000)



Fonte: *International Financial Statistics Yearbook (FED)*

* valores em dólares correntes.

Papadimitriou et al. (2002) mostram que as bolsas em alta encobriam a real dimensão do crescimento dos passivos das famílias, nos moldes do que foi descrito por Aglietta (1995) e Carneiro (1999). Neste sentido, o crescimento das dívidas relativo à renda disponível foi, nas palavras de Papadimitriou et al. (2002), sem precedentes e financiou o aumento dos gastos que, em última instância, foi o combustível para o período de expansão dos EUA, de 1992 a 2000.

Segundo dados de Babeau & Sbrano (2003), o passivo *por família* nos Estados Unidos aumentou de US\$ 45,7 mil em 1995 para US\$ 60,1 mil em 2000. Estes autores mostram ainda que a participação das dívidas das famílias em relação à renda disponível aumentou de 80% para 90% no mesmo período. A conclusão

internet.

deles é que o passivo das famílias cresceu mais rápido do que a renda pessoal disponível entre 1995 e 2000, mas não mais rápido que a riqueza financeira⁷⁸, o que permitiu uma leve redução das taxas de inadimplência no período. A tabela abaixo mostra a composição dos passivos das famílias em dois períodos: 1995 e 2000; podemos ver que as dívidas hipotecárias respondem por cerca de 70% dos passivos⁷⁹. A participação de cada item não mudou no período.

Tabela 2.9
O passivo das famílias
(em % do total das dívidas)

	1995	2000
Hipotecas	69	69
Crédito ao consumo	23	23
Emprest. Profissionais	8	8

Fonte: Babeau & Sbanco (2003)

Os números do Federal Reserve mostram que, no final de 1999, o estoque de débitos das famílias norte-americanas era de US\$ 6,5 trilhões. Deste total, a maior parte, ou US\$ 4,2 trilhões, eram em hipotecas e US\$ 1,4 trilhões em crédito ao

⁷⁸ Segundo dados de Babeau & Sbanco (2003), o passivo das famílias, em comparação com os ativos financeiros, caiu de 24% em 1995 para 22% em 2000. A queda reflete a valorização das ações e o aumento dos ativos financeiros nas carteiras das famílias.

consumo, como pode ser observado na tabela abaixo. A tabela mostra o estoque anual de crédito ao consumidor das famílias: o valor anual, que era de US\$ 97 bilhões em 1966, chegou ao início dos anos 90 em US\$ 805 bilhões e a US\$ 1,4 trilhão em 1999. Mas por que as famílias recorrem ao crédito? Segundo Henwood (1997), os 40% mais pobres tomam emprestado para compensar sua baixa renda (ou seja, recorrem ao crédito por necessidade); já os 20% mais ricos “emprestam recursos para investir ou especular” (op. cit. p. 65).

Tabela 2.10

O crédito das famílias (em US\$ bilhões* – 1966/2000)

	Total	Hipotecas	Crédito Consum
1965	337,9	218,6	97,5
1970	460,2	289,0	133,7
1975	739,2	463,9	207,0
1980	1.401	932,0	355,4
1985	2.277	1.449	603,8
1990	3.598	2.505	805,1
1995	4.884	3.353	1.122
1996	5.223	3.577	1.214
1997	5.556	3.818	1.271
1998	6.009	4.154	1.346
1999	6.507	4.257	1.446
2000	7.702	4.903	1.593

Fonte: Federal Reserve Flow of Funds

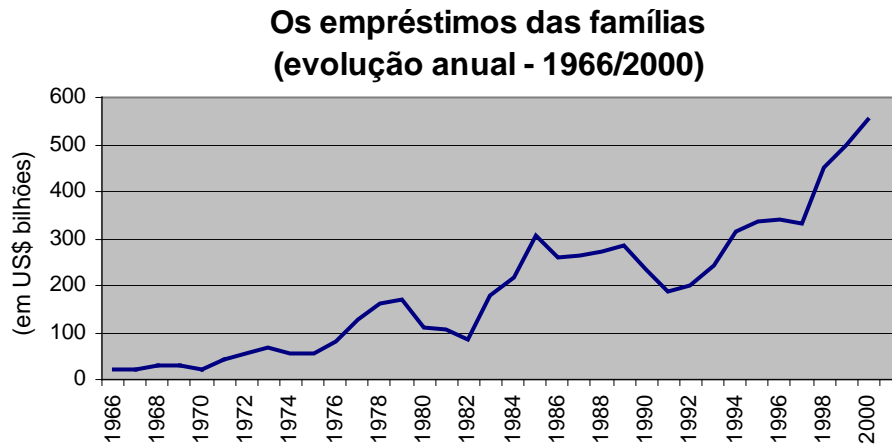
* valores em dólares correntes.

⁷⁹ Segundo Babeau & Sbrano (2003), os dados *per capita* (ao invés de por família) também mostram aumento das dívidas: passa de US\$ 17,3 mil para US\$ 22,9 mil em 2000.

Godley (2000) chama atenção para o significativo aumento do gasto privado neste contexto. Desde 1992, o consumo das famílias cresceu em relação à renda e a partir de 1997, a poupança líquida (renda disponível menos gastos) ficou negativa. “Em 1998, o volume de gasto privado cresceu 6%, quase o dobro do aumento na renda disponível (Godley & Martin, 1999: 2)”. Godley & Izurieta (2002) concluem que foi aumento do crédito que possibilitou um crescimento do consumo maior que o da renda. Neste sentido, foram os empréstimos, de acordo com Godley (2000), a principal fonte para financiar o excesso de gasto. Mais importante, como destaca o autor, os empréstimos permitiram que as famílias aproveitassem os ganhos de capital com a alta das ações sem precisar vender os papéis. Nos moldes da análise de Aglietta (1995), os papéis em alta serviam como colateral para a obtenção de novos empréstimos. Ou, como destacam Coutinho & Belluzzo (1998), o efeito riqueza não se realiza mediante a venda dos papéis para a conversão do resultado monetário em consumo, mas pela ampliação da demanda por crédito por parte dos consumidores “enriquecidos”. O gráfico abaixo mostra a evolução anual dos empréstimos das famílias desde 1966⁸⁰. No início dos anos 90, elas emprestaram US\$ 235,2 bilhões, subindo para US\$ 337 bilhões em 1995 e para US\$ 500 bilhões em 1999.

⁸⁰ As famílias norte-americanas têm inúmeras instituições dispostas a ofertar crédito. No final da década de 90, de acordo com o manual de Mishkin (1998), o número de cooperativas de crédito era superior a 12 mil, espalhadas por todo os Estados Unidos. Além delas, os agentes que querem tomar recursos emprestados têm à disposição mais de 10 mil bancos comerciais, cerca de 500 *Mutual Savings Banks* operando em 17 estados (sobretudo na costa leste) e perto de 2.300 *Savings and Loans* (S&L), além dos bancos de investimento, como JP Morgan e o Morgan Stanley.

Gráfico 2.4



Fonte: *Federal Reserve Flow of Funds*

* valores em dólares correntes.

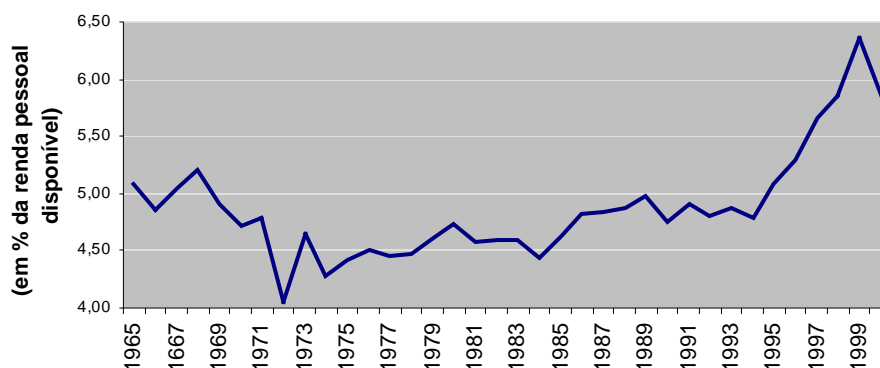
A análise de Maki (2000) destaca duas razões que asseguram que um aumento no crédito para as famílias está associado a um aumento do consumo. A primeira é que um aumento nos empréstimos indica que as famílias têm uma perspectiva favorável sobre sua renda futura e estão dispostas a gastar mais, dada esta expectativa. A outra é que as próprias instituições estão dispostas a emprestar mais recursos, pois elas acreditam que as famílias vão honrar os compromissos.

O trabalho de Ludvingson & Steindel (1999) também ressalta a influência do efeito riqueza no portfólio das famílias: na década de 90, a riqueza líquida em relação à renda pessoal disponível cresceu sobremaneira, como pode ser visto no gráfico abaixo. Paralelamente, a taxa de poupança recuou (como mostra o gráfico

seguinte, na próxima página). O raciocínio é: o crescimento desta riqueza, influenciada principalmente pela alta das ações, aumenta o consumo e reduz a poupança (ambos em relação à renda disponível). Entre 1995 e 2000, a valorização expressiva das ações nas bolsas norte-americanas fez o patrimônio das famílias aumentar em US\$ 10 trilhões, segundo cálculos do banco de investimentos dos Estados Unidos, Morgan Stanley.

Gráfico 2.5

Riqueza líquida das famílias (1965/2000)



Fonte: Federal Reserve Flow of Funds

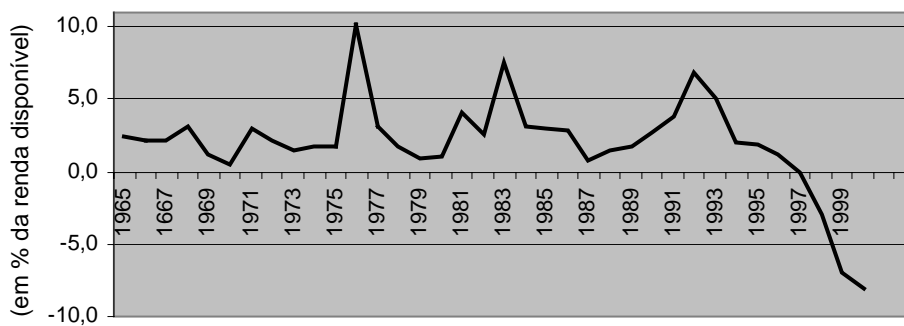
Por fim, o gráfico abaixo mostra a queda da poupança líquida (ou saldo financeiro líquido) em relação à renda disponível, conforme é mostrado por Godley (2000) e Godley & Martin (1999)⁸¹. A partir de 1997, ela fica negativa, aumentando

⁸¹ Aqui há um problema conceitual, conforme já ressaltado no capítulo anterior (página 60). Godley & Martin (1999) definem o saldo financeiro líquido como a diferença entre a renda privada

consideravelmente nos anos seguintes, ou seja, graças ao crédito, as famílias começaram a gastar mais do que ganhavam. Em resumo, “com base na extraordinária apreciação de seus ativos pelo mercado, as pessoas físicas concluíram possuir recursos para reduzir a poupança e fazer uso dos empréstimos a um grau antes inconcebível (Brenner, 2003: 254).” O endividamento pessoal, que no início da década era de 95% da renda disponível, passou para 165% em 2000, de acordo com Godley (2000).

Gráfico 2.6

Poupança líquida das famílias (1965/2000)



Fonte: Elaborado a partir de Godley (2000) e Godley & Martin (1999)

Segundo o trabalho de Maki & Palumbo (2001), o grupo de indivíduos no qual a taxa de poupança mais caiu foi aquele de mais alta renda, qual seja, os 20% mais ricos. Foi neste grupo também que a riqueza líquida mais cresceu. A análise por

disponível e os gastos privados. Em Godley (2000), esta mesma relação é denominada de “poupança privada líquida”, que a rigor, não é o conceito usual de poupança líquida.

escolaridade mostra os mesmos resultados, ou seja, quanto maior o nível de escolaridade, maior o aumento da riqueza líquida e maior a queda da taxa de poupança. Em 2000, por exemplo, a riqueza líquida dos 20% mais ricos, como mostram os autores, cresceu 8,7%, enquanto a da faixa seguinte aumentou em 4,17%. A taxa de poupança dos 20% mais ricos caiu 2,1% naquele ano, enquanto a da faixa seguinte aumentou 2,6% e a dos 20% mais pobres aumentou ainda mais, ou seja, 7,1%, como pode ser observado na tabela abaixo. Considerando os efeitos pelo nível de escolaridade, entre 2000 e 1999, no total, a taxa de poupança caiu 4,6%; mas apenas os norte-americanos com grau universitário e com segundo grau foram responsáveis por 3,7 pontos percentuais desta queda. Entre aqueles sem escolaridade, a taxa de poupança não se alterou.

Os autores mostram que o efeito riqueza foi mais intenso na classe mais alta e entre os com maior nível de escolaridade, justamente aqueles que mais têm ações. A tabela abaixo mostra o comportamento da taxa de poupança de acordo com o nível de renda. A primeira categoria são os 20% mais ricos. Pela tabela, podemos ver que, em 2000, conforme foi dito acima, a taxa de poupança caiu 2,1%, enquanto a do extrato seguinte aumentou 2,6%. A poupança agregada caiu em US\$ 200 bilhões nos EUA entre 1992 e 2000. Entre os 20% mais ricos, a queda foi de US\$ 240 bilhões, mas entre os 80% restantes, ela aumentou em US\$ 40 bilhões, segundo Dynam & Maki (2001).

Tabela 2.11

A taxa de poupança e os níveis de renda
(em %, 1992 e 2000)

Categoria de renda	1992	2000	2000/1992
81% - 100%	5,9	-2,1	-10,6
61% - 80%	8,5	2,6	-2,1
41% - 60%	4,7	2,9	0,2
21% - 40%	2,7	7,4	3,2
0% - 20%	4,2	7,1	3,3
Total	5,9	1,3	-4,6

Fonte: Reproduzido de Maki & Palumbo (2001)

Obs.: o primeiro extrato são os 20% mais ricos.

Como destaca Brenner (2003), foi no grupo mais rico, que foi responsável por mais de 80% dos ganhos com a riqueza financeira, que as taxas de consumo mais aumentaram. Segundo o autor, estes 20% mais ricos responderam por quase 100% da queda da poupança agregada nos EUA nos anos 90⁸² e foi neste grupo, como veremos a seguir, que o consumo mais aumentou.

⁸² Para os 80% restante da população não houve queda da poupança, segundo a análise de Brenner (2003); para os 60%, ao contrário, a taxa de poupança aumentou no período.

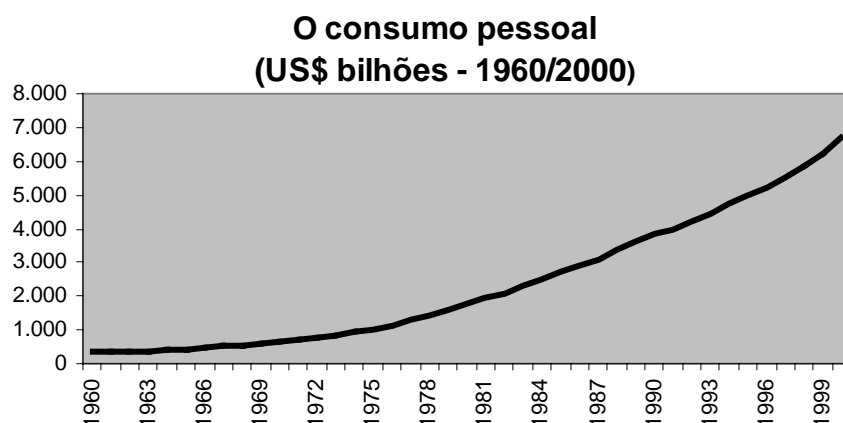
2.6 – O consumo

O objetivo deste item é mostrar o aumento dos níveis de consumo nos Estados Unidos nos anos 90 pelas famílias. Este aumento, em última instância, impulsionou o longo período de expansão pelo qual passou o país na década passada. O argumento é que esse avanço do consumo veio do crescimento da riqueza das famílias, via efeito riqueza, num contexto de alta sem precedentes da bolsa, ou seja “um aumento no mercado de ações deixa as pessoas mais ricas; em geral, quanto mais ricas, mais as pessoas gastam (Ludvigson & Steindel, 1999: 1)”. Para estes autores, o aumento do consumo nos anos 90 esteve, seguramente, ligado aos ganhos de capital. Mais que isso, como destaca Godley (2000), a valorização das ações aumentou a riqueza das famílias e facilitou o acesso ao crédito, financiando o aumento dos gastos, como destacado pela análise teórica de Aglietta (1995). Para Arestis & Karakitsos (2003:1), “o consumo pode carregar uma economia em seus ombros e nos Estados Unidos nos anos 90 foi exatamente isso o que aconteceu.”

Brenner (2003: 264) argumenta que “ao propiciar aumento acentuado na tomada de empréstimo por pessoas físicas e o acentuado declínio na poupança dos lares norte-americanos, o desenfreado mercado de valores possibilitou uma enorme ampliação do consumo pessoal, auxiliando a expandir o *boom*, e a sustentá-lo. Entre 1985 e 1995, o crescimento médio do consumo pessoal foi de 2,9% e o foi

responsável por 67% do crescimento do PIB. Mas entre 1995 e 2000, o consumo aumentou em um ritmo médio anual de 4,3% e foi responsável por 73% do crescimento do PIB norte-americano. Como o autor destaca, quando a análise concentra-se no período 1997/2000, o aumento médio do consumo é ainda maior: 5% ao ano, com participação de 82% no crescimento do PIB⁸³. O gráfico abaixo mostra a evolução do consumo desde 1971 até 2000.

Gráfico 2.7



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)

Obs.: valores em dólares correntes.

O ponto central, como destacam Coutinho & Belluzzo (1998), é que as famílias, confiantes na manutenção da valorização de sua riqueza financeira, tendem a elevar a propensão a consumir sobre a renda corrente e, de forma paralela, a

⁸³ O autor destaca que o crescimento do consumo concentrou-se na classe mais rica na medida em que esta classe respondeu por 80% do ganho na riqueza financeira das pessoas físicas (Brenner, 20003: 264).

admitir gastos extraordinários, apoiadas pelo aumento do endividamento. A perspectiva de enriquecimento acelerado passa a comandar as decisões de consumo e, como argumentam os autores, é o consumo “diferencial”, ou seja, de bens de alto valor agregado, que se beneficia de forma mais intensa do efeito riqueza.

Como destaca Brenner (2003), o consumo pessoal de bens duráveis manufaturados, como pode ser observado na tabela abaixo, teve crescimento significativo. Entre 1995 e 2000, cresceu a uma taxa média de 5,5% ao ano; em valores, passou de US\$ 2,18 trilhões em 1995 para US\$ 2,70 trilhões em 2000.

Tabela 2.12
Consumo de bens duráveis
(em US\$ trilhões* – 1965/2000)

1965	1975	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
0,22	0,55	0,48	1,27	1,81	2,18	2,25	2,33	2,43	2,55	2,70

Fonte: Federal Reserve Flow of Funds

* valores em dólares correntes.

A tabela abaixo mostra o crescimento de três itens de consumo “diferenciado” com o objetivo de destacar o acelerado crescimento neste tipo de gasto: “viagens ao exterior”, “roupas e jóias” e “recreação e lazer”. Em todos eles se observa um crescimento significativo. Neste último item, o crescimento entre 1995/2000 foi de

40,6%; nas viagens ao exterior, o aumento foi ainda mais considerável, de 58% no mesmo período. No item roupas e jóias, que iniciou a década de 1990 com gastos de US\$ 261,7 bilhões, passou para US\$ 317,3 bilhões em 1995 e chegou em 2000 a US\$ 409,8 bilhões, houve um crescimento de 30% entre 1995 e 2000, de acordo com dados do BEA.

Tabela 2.13
O consumo de bens diferenciados
(em US\$ bilhões*)

	Recreação E Lazer	Roupas E jóias	Viagens Internacionais
1960	18,5	32,7	2,3
1965	26,9	41,4	3,3
1970	43,1	57,6	5,4
1975	70,5	85,6	8,8
1980	116,7	132,3	13,3
1985	187,6	188,3	27,9
1990	284,9	261,7	42,7
1995	401,6	317,3	51,1
1996	429,6	333,3	57,6
1997	456,6	367,2	63,6
1998	489,1	348,0	68,8
1999	526,5	391,2	72,3
2000	564,7	409,8	80,9

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA)

* valores em dólares de 2001.

A tabela abaixo mostra a participação de cada nível de renda nos gastos com consumo. A participação dos 20% mais ricos aumentou entre 1992 e 2000, passando de 42,5% para 45,8%. Os 40% mais ricos eram responsáveis em 2000 por 70% do consumo, segundo os dados de Maki & Palumbo (2001). Entre 1992 e 2000, apenas a participação dos 20% mais ricos aumentou (em 3,3%); a de todas as outras faixas caiu no mesmo período.

Tabela 2.14
Participação no consumo agregado (em %)

Categoria de renda	1992	2000	2000/1992
81% - 100%	42,5	45,8	3,3
61% - 80%	24,8	23,9	-0,9
41% - 60%	17,4	16,2	-1,2
21% - 40%	10,8	9,9	-0,9
0% - 20%	4,5	4,1	-0,4
Total	100	100	-

Fonte: Reproduzido de Maki & Palumbo (2001)

Obs.: o primeiro extrato são os 20% mais ricos.

Em resumo, segundo o trabalho de Maki & Palumbo (2001:1) “os movimentos na riqueza líquida e nas taxas de poupança são consistentes com a visão do efeito riqueza, no qual um aumento na riqueza causa um aumento direto no consumo das famílias. Os autores afirmam que, com base na análise da taxa de poupança,

“todo o *boom* no consumo entre 1992 e 2000 pode ser atribuído ao grupo mais rico entre as famílias (op. cit. p. 22).”

Brenner (2003: 264) destaca que “respondendo por 80% dos ganhos na riqueza financeira das pessoas físicas e por quase toda deseconomia ocorrida na década de 90, os norte-americanos mais ricos foram também os responsáveis por praticamente todo o aumento agregado na propensão a consumir das pessoas físicas durante esses anos.” Maki & Palumbo destacam o mesmo ponto: “a elevação no gasto na década de 90 pode ser atribuído ao aumento da propensão a consumir das famílias mais ricas dos EUA (op. cit. p. 3).”

Por fim, Brenner destaca que, enquanto a economia norte-americana cresceu a taxas elevadas na década passada, os salários reais – item mais importante da renda pessoal disponível⁸⁴ - registraram crescimento moderado. Entre 1960 e 1970, por exemplo, o salário real (por pessoa) cresceu, em média, 2,8% ao ano. Entre 1990 e 2000, o crescimento médio anual foi de apenas 1,1%; entre 1995 e 2000, o crescimento foi de 2,0% ao ano, mas as taxas somente começaram a crescer efetivamente a partir de 1998, como pode ser observado na tabela abaixo.

⁸⁴ Ver Boone et al. (1998).

Tabela 2.15
O salário real
 (variação média anual em %, 1960/2000)

1960/1973	1973/1979	1979/1990	1990/2000	1995/2000
2,8	0,3	0,4	1,1	2,0

Fonte: elaborado a partir de Brenner (2003)

Outro indicador, a compensação salarial real total (por trabalhador), também mostra que as taxas da década de 90 ficaram abaixo dos períodos anteriores. Entre 1960/69, este indicador aumentou 9,7% ao ano, em média; entre 1969 e 1979, o aumento médio anual foi de 2,7%; entre 1990 e 2000, ficou em 1,3% - 1,9% ao ano, em média, quando se considera o período 1995 a 2000.

O próximo se propõe a fazer as considerações finais.

Considerações Finais

O mercado acionário norte-americano atingiu níveis históricos nos anos 90, conforme descrito anteriormente. O valor de mercado das empresas negociadas na Nyse dobrou, passando de US\$ 5 trilhões em 1995 para quase US\$ 12 trilhões em 1999. Apenas entre janeiro de 1995 e dezembro de 1999, o Dow Jones Industrial Average, o principal índice da Nyse, subiu 187,5%. Na Nasdaq, a bolsa das ações do setor de tecnologia, os números foram ainda mais expressivos. O valor de mercado das empresas negociadas naquela bolsa subiu de US\$ 900 bilhões em 1995 para quase US\$ 5 trilhões em 1999. Entre 1990 e 1999, o Nasdaq Composto, principal índice da bolsa de tecnologia, subiu 1000%. Apenas em 1999, o indicador valorizou-se 96%.

O objetivo do trabalho foi mostrar a evolução das bolsas norte-americanas na segunda metade da década de 90 do ponto de vista das famílias e como a alta das bolsas influenciou a formação do portfólio delas, influenciando assim suas decisões de gasto. Neste sentido, procuramos mostrar como o crescimento da riqueza financeira (nos concentramos nas ações) no patrimônio das famílias provocou alterações na composição da riqueza destes agentes, o que, aliado a maior facilidade para o endividamento, conduziu a alterações nos gastos das famílias.

Nos anos 90, de acordo com Poterba (2001), o número de norte-americanos que detinha ações (seja diretamente, seja via fundos de investimento e planos de aposentadoria) aumentou 60%. Em dez anos, o mercado acionário ganhou 30 milhões de acionistas. Babeau & Sbrano (2003) mostram que a riqueza financeira *per capita* nos Estados Unidos subiu de US\$ 72 mil em 1995 para US\$ 103 mil em 2000. As aplicações das famílias em ações via fundos mútuos cresceram significativamente. Passaram, em dólares de 2001, de US\$ 34,4 bilhões em 1965 para US\$ 197,9 bilhões vinte anos depois e, no início dos anos 90, estavam em US\$ 456 bilhões. A partir de 1995, começaram a crescer aceleradamente e chegaram ao final da década aos US\$ 3,175 trilhões. No final dos anos 90, mais de 70% dos recursos dos fundos mútuos estavam investidos em ações e mais de 50% das famílias norte-americanas aplicavam em fundos mútuos. Em 1980, menos de 6% das famílias tinham este tipo de investimento.

A compra de ações diretamente pelas famílias também aumentou significativamente nos anos 90. Em 1965, as famílias norte-americanas tinham US\$ 616 bilhões aplicados diretamente em ações. Em 1985, o número chegou a casa de US\$ 1 trilhão e em 1990 estava em US\$ 1,7 trilhão. Em 1999, saltou para US\$ 9 trilhões, segundo os dados do FED. Mas em 2000, com a queda nas bolsas a partir de meados do ano, as famílias reduziram os estoques em ações para US\$ 7,4 trilhões.

Segundo dados de Babeau & Sbrano (2003), o passivo *por família* nos EUA aumentou de US\$ 45,7 mil em 1995 para US\$ 60,1 mil em 2000. Estes autores

mostram ainda que a participação das dívidas das famílias em relação à renda disponível aumentou de 80% para 90% no mesmo período. Segundo dados do FED, o estoque anual de crédito ao consumidor das famílias, que era de US\$ 97 bilhões em 1966, chegou ao início dos anos 90 em US\$ 805 bilhões e a US\$ 1,4 trilhão em 1999 (US\$ 1,6 trilhão em 2000). A poupança líquida do setor privado saiu de um superávit de 5% em relação ao PIB no início da década para um déficit de 6% no ano de 2000, de acordo com dados da OCDE.

Nas palavras de Godley & Martin (1999: 2), “em 1998, o volume de gasto privado cresceu 6%, quase o dobro do aumento na renda disponível”. Neste contexto, Godley & Izurieta (2002) concluem que foi aumento do crédito que possibilitou que o consumo crescesse mais que a renda. Assim, foram os empréstimos, de acordo com Godley (2000), a principal fonte para financiar o excesso de gastos. Mais importante, como destaca o autor, os empréstimos permitiram que as famílias aproveitassem os ganhos de capital com a alta das ações sem precisar vender os papéis. Nos moldes da análise de Aglietta (1995), os papéis em alta serviam como colateral para a obtenção de novos empréstimos.

Neste sentido, as ações passaram a ter um peso expressivo no patrimônio das famílias. Elas possuíam ações em valor equivalente a 180% da sua renda disponível em 1999. Um em cada dois norte-americanos tinha ações naquele ano, ao contrário de um em cada três no início da década. As ações da Yahoo!, por exemplo, tiveram dois anos seguidos de alta, 1997 e 1998, nos quais ela subiu

mais de 500% em cada ano. Entre as empresas mais tradicionais, os papéis da General Eletric tiveram alta de 420% entre 1995 e 2000 e os da Enron, 366%.

Em resumo, na década de 90, a riqueza líquida em relação à renda pessoal disponível das famílias cresceu sobremaneira. Paralelamente, a poupança líquida (renda disponível menos gastos, segundo o conceito de Godley (2000)) recuou. O raciocínio é o seguinte: o crescimento desta riqueza, influenciada principalmente pela alta das ações, aumentou o consumo e reduziu a poupança (ambos em relação à renda disponível). Entre 1995 e 2000, a valorização expressiva das ações nas bolsas norte-americanas fez o patrimônio das famílias aumentar em US\$ 10 trilhões, segundo cálculos do banco de investimentos dos Estados Unidos, Morgan Stanley, o que, em última instância, ajudou as famílias a tomar mais empréstimos, ou seja, “com base na extraordinária apreciação de seus ativos pelo mercado, as pessoas físicas concluíram possuir recursos para reduzir a poupança e fazer uso dos empréstimos a um grau antes inconcebível (Brenner, 2003: 254)”

Entre 1985 e 1995, o crescimento médio do consumo pessoal foi de 2,9% e foi responsável por 67% do crescimento do PIB, segundo dados de Brenner (2003). Mas entre 1995 e 2000, o consumo aumentou em um ritmo médio anual de 4,3% e foi responsável por 73% do crescimento do PIB norte-americano. Como o autor destaca, quando a análise concentra-se no período 1997/2000, o aumento médio do consumo é ainda maior: 5% ao ano, com participação de 82% no crescimento do PIB. Na medida em que as famílias mais ricas, como vimos no capítulo anterior, foram as que mais se beneficiaram do efeito riqueza, pois eram as que

tinham mais ações em carteira, o aumento do consumo foi mais acentuado nos bens mais caros. O consumo pessoal de bens duráveis manufaturados teve crescimento significativo. Entre 1995 e 2000, cresceu a uma taxa média de 5,5% ao ano; em valores, passou de US\$ 2,18 trilhões em 1995 para US\$ 2,70 trilhões em 2000. Os 40% mais ricos eram responsáveis, em 2000, por 70% do consumo, segundo os dados de Maki & Palumbo (2001).

Este foi o efeito riqueza que procuramos mostrar no trabalho. Nas palavras de Maki & Palumbo (2001:1) “os movimentos na riqueza líquida e nas taxas de poupança são consistentes com a visão do efeito riqueza, no qual um aumento na riqueza causa um aumento direto no consumo das famílias.”

Este efeito riqueza foi uma das faces da bolha no mercado acionário norte-americano nos anos 90. A conclusão do trabalho é que foi o início do crescimento econômico dos Estados Unidos, a partir de 1992, que abriu espaço para a bolha no mercado acionário. Ou, nas palavras de Brenner (2003), o *boom* abriu caminho para a bolha. Mas a partir da segunda metade da década, a alta das ações já não guardava relações com os resultados das empresas, principalmente no caso das companhias ligadas à internet. Neste momento, a bolha ajudou a sustentar o *boom* e o impulsionou. E o efeito riqueza da alta das ações no patrimônio das famílias foi uma das formas de a bolha impulsionar o *boom* e foi este ponto que procuramos mostrar no trabalho.

O trabalho não tem como proposta a análise da fase descendente do ciclo, ou seja, o estouro da bolha no mercado acionário que começou a partir de março de 2000 e que, em última instância, pôs fim ao *boom*. Segue-se, porém, uma breve descrição desta fase do ciclo, quando os números do mercado acionário mudaram sobremaneira.

Depois de seis anos de altas consecutivas, o Nasdaq e a Bolsa de Nova York tiveram em 2000 seu primeiro ano de quedas: 40% e 6%, respectivamente. Na Nasdaq, as ações da Amazon.com perderam 80% em 2000 depois de subir 960% em 1998, e 46% em 1999. Os papéis da Yahoo! cederam 86%. Pela primeira vez desde 1994, as duas bolsas encerraram o ano em um nível menor do que começaram. Segundo um estudo de dezembro de 2000 da *The Economist*, com estas quedas, as famílias viram US\$ 2 trilhões desaparecerem de seus patrimônios. Mais perdas aconteceriam em seguida: entre o primeiro trimestre de 2000 e o mesmo período do ano seguinte, o valor das ações em posse das famílias caiu de US\$ 12,7 trilhões para US\$ 8,8 trilhões, segundo dados de Brenner (2003). O anúncio de elevados e persistentes prejuízos nas empresas de internet foi um dos fatores que propiciou o estouro da bolha. Entre julho de 2000 e junho de 2001, as perdas destas companhias totalizaram US\$ 148,3 bilhões.

A riqueza líquida das famílias em relação à renda disponível (diferença entre os estoques dos ativos e passivos em relação à renda disponível) declinou acentuadamente entre 1999 e 2000, caindo de 6% para menos de 5%. “Com o setor privado não mais disposto – ou não mais capaz – a expandir os fluxos de

crédito, acabou o estímulo que puxou o *boom* anterior”, ressaltam Papadimitriou et al. (2002). O crescimento dos gastos reais do consumo pessoal também declinou sensivelmente. No último trimestre de 1999, ele havia crescido a uma taxa anual de 5,7%. Já nos primeiros seis meses de 2000, o crescimento foi de 2,5% (anualizado). Os juros também subiram. A taxa básica de juros determinada pelo FED subiu de 4,97%, em média, em 1999, para 6,24%, em média, em 2000. No terceiro trimestre de 2000, o PIB dos EUA cresceu a uma taxa anualizada de 2,4%, a menor dos últimos quatro anos, e as encomendas de bens duráveis caíram 5,6%. No mesmo período, o crescimento do investimento privado caiu para uma taxa de 7,8%.

Como já enunciado no início do capítulo 2, frente à queda do crédito, as famílias aumentaram a poupança, reduzindo o consumo, numa tentativa de restabelecer o valor de seu patrimônio. Godley & Izurieta (2002) mostram que neste cenário, os gastos das famílias, que cresceram 5% em média nos anos anteriores, continuaram a crescer, mas a uma taxa anual média de 3%. Cabe ressaltar que mesmo neste cenário, as famílias continuaram tomando empréstimos nos bancos. Para os autores – Arestis & Karakitsos (2003), Brenner (2003) e Godley & Izurieta (2002) – isso só foi possível graças ao aumento do preço dos imóveis no período. Com este aumento, Arestis & Karakitsos (2003) calculam que a riqueza das famílias cresceu US\$ 3,2 trilhões no período, o que possibilitou que elas continuassem tendo acesso ao crédito.

Referências

AGLIETTA, M. (1998) “Lidando com o Risco Sistêmico”, Economia e Sociedade, n.º 11, dezembro, Campinas.

_____ (1995) “Macroéconomie Financière”, Paris, Editora La Decouverte.

ARESTIS, P. & KARAKITSOS, E. (2003), “How Long Can the US Consumers Carry the Economy on their Shoulders”, The Levy Economic Institute (www.levy.org), Working Paper n.º 380, maio, Estados Unidos.

BABEAU, A. & SBANO, T. (2003) “Household Wealth in the National Accounts of Europe, the United States and Japan, OCDE, Economic Department Working Papers n.º 2, março, Paris.

BAER, M. (1993) O Rumo Perdido: a Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro, RJ, Paz e Terra.

_____ et al. (1995) “Os Desafios à Reorganização de um Padrão Monetário Internacional”, Economia e Sociedade, n.º 4, junho, Campinas.

BANKS, J. et al. (2002) “Wealth Portfolios in the UK and the US”, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper n.º 9.128, setembro, Estados Unidos.

BELLUZZO, L. G. (1997) “Dinheiro e as Transformações da Riqueza”, In: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.), Poder e Dinheiro: uma Economia Política da Globalização, RJ, Vozes.

_____ (1995) “O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados ‘Globalizados’”, Economia e Sociedade, n.º 4, junho, Campinas.

_____ & ALMEIDA, J. S.G. (1989) “Enriquecimento e Produção”, Novos Estudos Cebrap, n.º 23, março.

BERTAUT, C. C. (2002) “Equity Prices, Household Wealth, and Consumption in Foreign Industrial Countries: Wealth Effect in the 1999’s”, Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers n.º 724, abril, Estados Unidos, (disponível na home-page: www.federalreserve.gov).

_____ & STARR-McCLUER, M. (2000) “Household Portfolios in the United States”, Federal Reserve Board, Working Paper n.º 26, abril, Estados Unidos, (disponível na home-page: www.federalreserve.gov).

BRAGA, J. C. S. (1998) “A Financeirização da Riqueza”, Economia e Sociedade, n.º 2, agosto, Campinas.

_____ (1995) “Produtividade e Especulação na Gestão da Riqueza. Um Estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha”, In CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. (org.) (1998) “Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: Um Estudo Comparado”, SP, Edições Fundap/Fapesp.

BRENNER, R. (2003) “O Boom e a Bolha”, RJ, Editora Record.

_____ (1998) “The Economics of Global Turbulence”, New Left Review n.º 229, Londres.

BOONE, L, GIROUAR, N. & WANNER, I. (2001), “Financial Market Liberalisation, Wealth and Consumption”, OCDE, Economic Department Working Papers n.º 308, Paris, setembro.

BOONE, L, GIORNO, C. & RICHARDSON, P. (1998), "Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence, OCDE, Economic Department Working Papers n.º 208, dezembro, Paris.

CANUTO, O. & LAPLANE, M. F. (1995) "Especulação e Instabilidade na Globalização Financeira", Economia e Sociedade, n.º 5, dezembro, Campinas.

CARNEIRO, R. (1999) "A Globalização Financeira: Origem, Dinâmica e Perspectivas", Texto para Discussão, n.º 90, IE-UNICAMP, outubro, Campinas.

CARROLL, C. D. (2000) "Portfolios of the Rich", National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers n.º 7.826, agosto, Estados Unidos.

CASE, K. E. et al. (2001) "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers n.º 8.606, novembro, Estados Unidos.

CHESNAIS, F. (org.) (1999) A Mundialização Financeira, SP, Xamã.

_____ (1996) A Mundialização do Capital, SP, Xamã.

CINTRA, M. A. M & FARHI, M. (2000) "O Ciclo Recente de Valorização de Ativos na Economia Americana", SP, mimeo.

CINTRA, M. A. M (1999) "A Dinâmica dos Mercados Financeiros Globais e as Contradições da Política Monetária Americana face à Globalização Financeira", SP, mimeo.

_____ (1997a) “As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-financeiro (1980-1995)”, tese de doutorado, Campinas.

_____ (1997b) “A Montagem de um Novo Regime Monetário-Financeiro nos Estados Unidos: 1982-94”, in CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. (org.) (1998) “Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: Um Estudo Comparado”, SP, Edições Fundap/Fapesp.

_____ & FREITAS, M. C. P. (org.) (1998) “Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: Um Estudo Comparado”, SP, Edições Fundap/Fapesp.

CIOCCA, P. & NARDOZZI, G. (1996) “The High Price of Money”, Oxford, Clarendon Press.

COSTA, F. N. (1998) “Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista”, SP, Makron Books.

COUTINHO, L. & BELLUZZO, L. G. (1996) “Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas”, Economia e Sociedade, n.º 7, dezembro.

_____ (1998) “Financeirização da Riqueza, Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas”, Economia e Sociedade, n.º 11, dezembro, Campinas.

DEPARTAMENTO DE COMÉRCIO DOS EUA (2000). “The New Digital Economy”, Estados Unidos 9disponível na home-page: www.dcus.gov).

DYNAM, K. E. & MAKI, D. M. (2001) “Does Stock Market Wealth Matter for Consumption”, Federal Reserve Board, Working Paper n.º 23, maio, Estados Unidos, (disponível na home-page: www.federalreserve.gov).

EDISON, H. & SLOK, T. (2001) "Wealth Effects and the New Economy", FMI, Working Paper n.º 77, Estados Unidos.

EICHEGREEN, B. (2000) "A Globalização do Capital", SP, Editora 34.

_____ (1995) "História e Reforma do Sistema Monetário Internacional", Economia e Sociedade, n.º 4, julho, Campinas.

FARHI, M. & CINTRA, M. A. M (2003) "O *Crash* de 2002: da Exuberância Irracional à Ganância Infecciosa", Revista de Economia Política, vol. 23, n.º 1, janeiro/março, Editora 34.

FORTUNA, E. (1999) "Mercado Financeiro: Produtos e Serviços", RJ, Qualitymark Editores.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2000) "World Economic Outlook", maio, Washington.

GODLEY, W. & IZURIETA, A (2003) "Strategic Prospects and Policies for the US Economy", The Levy Economic Institute (www.levy.org), abril, Nova York.

_____ (2000) "Drowning in debt", The Levy Economic Institute (www.levy.org), Policy Notes n.º 6, Nova York.

_____ & MARTIN, B. (1999) "How Negative Can US Saving Get", The Levy Economic Institute (www.levy.org), Policy Notes n.º 1, Nova York.

GREENSPAN, A. (2002) "Stock Options and Related Matters", Federal Reserve, discurso proferido na "2002 Financial Market Conference of Federal Reserve", maio, Atlanta, Estados Unidos.

_____ (2000) "Testimony", The Federal Reserve's Semiannual Report on the Economy and Monetary Policy, US House of Representatives, fevereiro.

_____ (1999) "Maintaining Economic Vitality", Millennium Lecture Series, Grand Rapids, Michigan, setembro, Estados Unidos.

_____ (1998) "Income Inequality: Issues and Policy Options", discurso proferido em um simpósio do Federal Reserve, agosto, Kansas City, Estados Unidos.

GUTTMANN, R. (1996) "A Transformação do Capital Financeiro", Economia e Sociedade, n.º 7, dezembro.

_____ (1994) "How Credit-money Shapes the Economy: The United States in a Global System", New York, M. E. Sharpe.

HELLEINER, E. (1994) "States and the Reemergence of Global Finance – From Bretton Woods to the 1990s", New York, Cornell University Press.

HELWEGE, J (2002) "Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets", NY, Federal Reserve (disponível na home page: www.federalreserve.gov).

HENWOOD, D. (1997), "Wall Street", New York, Verso.

JORGENSEN, D. W. & KEVIN, J. S. (2000), "Raising the Speed Limit: US Economic Growth in the Information Age", in: OCDE, Working Paper, n.º 261, Paris, outubro.

KALDOR, N. (1939) "Speculation and Economic Stability", Review of Economic Studies, n.º 1, Bristol.

KEYNES, J. M. (1936) "A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda", SP, Nova Cultural (1985).

KINDLEBERGER, C. (1978) "Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crisis", NY, John Wiley & Sons, Inc.

KREGEL, J. A. (1998) "The Theory of Value, Expectations and Chapter 17 of The General Theory", In: HARCOURT, G. C. & RIACH, P. A. (org.) "A Second Edition of The General Theory", v. 1, Cambridge.

_____ (1992) "Minsky's 'two price' Theory of Financial Instability and Monetary Policy: Discounting versus Open Market Intervention", In: FAZZARI, S. & PAPADIMITRIOU, D. (org.) "Financial Conditions and Macroeconomic Performance (Essays in Honor of Hyman P. Minsky)". NY, M. E. Sharpe.

LIANG, N. WEISBENNER, S. (2002) "Who Benefits from a Bull Market? An Analysis of Employee Stock Options Grants and Stock Prices", Federal Reserve Board, Working Paper, n.º 57, março, (disponível na home-page: www.federalreserve.gov).

LIPSKY, J. & GLASSMAN, J. (2003) "Rolling Bubble Claims are Deflating", JP Morgan Securities, Global Issue n.º 22, julho.

LUDVIGSON, S. & STEINDEL, C. (1999), "How Important is the Stock Market Effect on Consumption", Federal Reserve New York, Economic Policy Review, julho, Estados Unidos.

MAKI, D. M. & PALUMBO, M. G. (2001) "Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Households Savings in the 1990's", Federal Reserve Board, Working Paper, n.º 21, abril, (disponível na home-page: www.federalreserve.gov).

MAKI, D (2000) "The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden", Federal Reserve Board, Working Paper, n.º 23, maio (disponível na home-page: www.federalreserve.gov).

MIRANDA, J. C. (1998) "Economia Internacional em Perspectiva", *in* 19º Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão, SP.

_____ (1993) "Incerteza Antecipação e Convenção", Economia e Sociedade, n.º 2, agosto, Campinas.

MISHKIN, F. S. (1998) "The Economics of Money Banking and Financial Markets".

_____ (1992) "Anatomy of a Financial Crisis". Journal of Evolutionary Economics, v. 2.

OCDE (2000a) "Monetary Policy in a Changing Financial Environment", *in* Relatório Anual, Paris.

_____ (2000b) "Economic Survey: Estados Unidos", Paris.

OTOO, M. W. (1999), "Consumer Sentiment and the Stock Market", Federal Reserve Board, Working Paper, n.º 60, novembro, Estados Unidos, (disponível na home-page: www.federalreserve.gov).

PAPADIMITRIOU, B. P. et al (2002). "Is Personal Debt Sustainable?", Strategic Analysis, The Levy Economic Institute (www.levy.org), novembro, Estados Unidos.

PLIHON, D. (1996) "A Ascensão das Finanças Especulativas", Economia e Sociedade, n.º 5, dezembro.

PLOTNIKOFF, D. (2002) "Internet boom whit Netscape", Mercury News, fevereiro, Estados Unidos.

POTERBA, J. M. (2001), "The Rise of the 'Equity Culture': US Stockownership Patters, 1989-1998", mimeo (disponível na home-page do autor: www.mit.edu/faculty/index), janeiro.

SHILLER, J. R. (2000) "Irrational Exuberance", New Jersey, Princeton University Press.

STARR-McCLUER, M. (1998) "Stock Market Wealth and Consumer Spending", Federal Reserve Board, Working Paper, n.º 20, abril, Estados Unidos, (disponível na home-page: www.federalreserve.gov).

TAVARES, M. C. & MELIN, L. E. (1997) "A Desordem Globalizada e a Nova Dependência", Revista da ANPEC, n.º 2.

TAVARES, M. C (1992) "Ajuste e Reestruturação nos Países Centrais", Economia e Sociedade, n.º 1, agosto, Campinas.

The Economist – Vários edições.

TEIXEIRA, A. (2000) "O Império Contra-Ataca: Notas sobre os Fundamentos da Atual Dominação Norte-Americana"; RJ, mimeo.

WOLFF, E. N. (1999) "What's Behind the Recent Rise in Profitability", The Levy Economic Institute, Working Paper n.º 297, dezembro, Nova York.